

NOTE ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPOSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE INITIEE PAR LA SOCIETE

ABEILLE ASSURANCES HOLDING



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée en date du 24 janvier 2023, apposé le visa n°23-027 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Union Financière de France Banque et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I, du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, agissant en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), est inclus dans la 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 UFF non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'UFF (à l'exception des actions auto-détenues par UFF et des actions gratuites en cours de période de conservation faisant l'objet d'un engagement de liquidité), Abeille Assurances Holding a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions UFF non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues par UFF et les actions gratuites en cours de période de conservation), moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre par action UFF, nette de tous frais.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site internet de l'Union Financière de France Banque (<https://www.uff.net/actionnaires-investisseurs/offre-publique-dachat-simplifiee>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenu sans frais, sur demande, auprès de l'Union Financière de France Banque au 32 avenue d'Iéna, 75116 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Union Financière de France Banque seront déposées auprès de l'AMF et mises à la 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.

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre	4
1.2.	Rappel des caractéristiques de l'Offre	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	9
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	15
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	15
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE	15
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	15
6.1.	Structure et répartition du capital de la Société	15
6.2.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	16
6.3.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	16
6.4.	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	17
6.5.	Droits de contrôle spéciaux	17
6.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	17
6.7.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	17
6.8.	Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	17
6.9.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	18
6.10.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	18
6.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	19
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	19
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE	19

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du RGAMF, Abeille Assurances Holding, une société anonyme à conseil d'administration, au capital de 1.678.702.329,00 euros, dont le siège social est sis 80 avenue de l'Europe, 92270 Bois-Colombes, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 331 309 120 (ci-après « **Abeille Assurances Holding** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Union Financière de France Banque, société anonyme à conseil d'administration au capital de 15.467.031,07 euros, dont le siège social est sis 32 avenue d'Iéna, 75116 Paris, France, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 473 801 330, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000034548 (ci-après « **UFF** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») (sous réserve des exceptions ci-dessous), au prix de 21 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** ») et dans les conditions décrites dans la note d'information (la « **Note d'Information** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée volontaire (ci-après l'« **Offre** »).

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, 13.206.505 Actions auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 81,35% du capital social et des droits de vote de la Société¹.

Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur à l'exception (i) des Actions Gratuites Incessibles (tel que ce terme est défini à [section 1.2.3](#) de la Note en Réponse) qui seront en période de conservation pendant la durée de l'Offre et (ii) de 1.564 Actions Auto-Détenues (tel que ce terme est défini à [section 4](#) de la Note en Réponse) que la Société conservera, à savoir, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 3.021.639 Actions de la Société représentant autant de droits de vote (soit environ 18,61% du capital et des droits de vote théoriques de la Société), déterminé comme suit :

Actions existantes	16.233.240
<i>moins</i> Actions détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement)	13.206.505 ²
<i>moins</i> Actions Auto-Détenues que la Société conservera (voir section 4)	1.564
<i>moins</i> Actions Gratuites Incessibles (tel que défini à section 1.2.3 de la Note en Réponse)	3.532
Nombre maximum d'Actions visées par l'Offre	3.021.639

À la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, à l'exception des Actions Gratuites Non- Acquisées (tel que ce terme est défini à la [section 1.2.3](#) de la Note en Réponse), il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

La situation des bénéficiaires d'actions gratuites émises ou à émettre par la Société (les « **Actions Gratuites** ») est décrite à la [section 1.2.3](#) de la Note en Réponse.

L'Initiateur (de concert³ avec ses propres filiales) n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.

L'Offre revêt un caractère volontaire. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, et sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation.

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 non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non présentées à l'Offre autres que (i) 1.564 Actions Auto-Détenues que la Société conservera et (ii) les Actions Gratuites Incessibles faisant l'objet d'un Engagement de Liquidité, comme décrit à la [section 5](#) (le « **Retrait Obligatoire** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée, pour le compte de l'Initiateur, par Natixis (l'« **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹ Sur la base d'un capital composé de 16 233 240 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 31 décembre 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

² Au 23 janvier 2023 après la clôture du marché. En ce compris 12.173.020 Actions détenues (directement ou indirectement) par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre auprès de l'AMF le 28 novembre 2022, et 1.033.485 Actions acquises suite au dépôt de l'Offre conformément à l'article 231-38 IV du RGAMF.

³ Il est précisé que certains dirigeants de l'Initiateur et/ou de ses filiales détiennent des Actions visées par l'Offre.

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

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est la société Abeille Assurances Holding (anciennement Aviva France), la holding de tête de l'ensemble formé par Abeille Assurances Holding et ses filiales (anciennement groupe Aviva France).

Avec près de 4300 collaborateurs, 170 ans d'expérience et plus de 3 millions de clients, Abeille Assurances est un acteur majeur de l'assurance en France.

Depuis plus d'un an, Abeille Assurances fait partie d'Aéma Groupe, groupe mutualiste de protection né en janvier 2021 du rapprochement entre Aésio Mutuelle et Macif. Le 30 septembre 2021, Aéma Groupe a en effet acquis, par l'intermédiaire de Macif, le contrôle de l'Initiateur et de ses filiales auprès de la société Aviva PLC. L'actionnaire majoritaire de l'Initiateur est aujourd'hui la société Macif (Mutuelle d'assurance des commerçants et industriels de France et des cadres et salariés de l'industrie et du commerce), elle-même affiliée à la société de groupe d'assurance mutuelle (SGAM) Aéma Groupe, entité tête de groupe prudentiel exerçant une influence dominante au sens de l'article L. 356-1 du code des assurances, sur l'ensemble des entités du groupe.

1.1.2. Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à la publication conjointement par Abeille Assurances Holding et UFF, le 28 novembre 2022, d'un communiqué de presse annonçant l'intention de l'Initiateur de procéder au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital de la Société non-encore détenu par lui (ou ses filiales).

Comme annoncé dans ce même communiqué, le Conseil d'administration de la Société, connaissance prise des intentions de l'Initiateur, a constitué un *comité ad hoc*, composé de trois membres indépendants, chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, de suivre les travaux dudit expert indépendant et d'émettre une recommandation au Conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre. Sur recommandation du *comité ad hoc*, le Conseil d'administration a nommé le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel, conformément aux dispositions des articles 261-1, I 1°, 4° et II et 262-1 du règlement général de l'AMF.

Le 26 décembre 2022, la Société a déposé auprès de l'AMF son projet de note en réponse à l'Offre, comprenant notamment le rapport de l'Expert Indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 I-2° du règlement général de l'AMF et l'avis motivé du conseil d'administration de la Société en application des dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

L'AMF a publié sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du RGAMF, la déclaration de conformité a emporté visa de la Note d'Information.

La présente Note en Réponse ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public par la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (<http://www.amf-france.org>) et de la Société (<https://www.uff.net/actionnaires-investisseurs/offre-publique-dachat-simplifiee>).

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.

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une simplification de l'organisation et du fonctionnement de l'Initiateur et de ses filiales (étant rappelé que l'Initiateur détenait, à la date du dépôt de l'Offre, au travers de ses filiales, 74,99% du capital et des droits de vote de la Société).

Comme indiqué ci-avant, l'Initiateur (à l'époque dénommé "Aviva France") a été acquis en septembre 2021 par Macif (Aéma Groupe). Du fait de cette acquisition, Aéma Groupe a acquis indirectement le contrôle de la Société. Dans ce

cadre, une dérogation à l'obligation de déposer une OPA sur les titres d'UFF avait été demandée à l'AMF sur le fondement de l'article 234-9, 8° du RGAMF, compte tenu du fait qu'UFF ne constituait pas un actif essentiel d'Aviva France.

L'acquisition d'Aviva France était une opération complexe, dans le cadre d'un process compétitif. UFF n'était pas central au projet d'acquisition, la partie "assurances" étant de loin le point de focalisation tant stratégique que financier. Il était donc dans la logique de la réglementation que, s'agissant d'une part assez marginale du groupe acquis, elle n'emporte pas d'offre publique. En effet, le but premier de l'opération n'était pas la prise de contrôle d'UFF; la prise de contrôle d'UFF n'était que la résultante d'une opération plus large. Cela explique, que, dans ces conditions, le groupe majoritaire prenne d'abord le contrôle du groupe, et se soit laissé le temps avant de se pencher sur la meilleure façon d'intégrer UFF dans le groupe.

Durant cette première année d'intégration, les actions prioritaires d'Aéma Groupe ont porté sur l'installation d'une nouvelle gouvernance, l'adoption et le déploiement de la nouvelle marque « Abeille Assurances », la mise en œuvre de chantiers significatifs visant à réussir la phase de transition et dénouer les liens avec son ancien actionnaire (Aviva PLC) et sur l'identification d'axes stratégiques de développement, matérialisés dans une feuille de route courant jusqu'à fin 2023.

Afin d'atteindre ses objectifs, l'Initiateur entend s'appuyer sur les forces et la diversité de ses réseaux de distribution, dont fait partie UFF. Le renforcement d'Abeille Assurances au capital d'UFF est de ce fait une étape logique au regard de sa nouvelle feuille de route stratégique définie après la demande de dérogation par la nouvelle direction d'Abeille Assurances.

Les motifs de l'Offre sont plus amplement décrits à la [section 1.1.3](#) « Motifs de l'Offre » ci-dessous.

1.1.3. Motifs de l'Offre

La constitution d'Aéma Groupe, suivie de l'acquisition d'Abeille Assurances Holding (anciennement Aviva France) par Aéma Groupe, concrétise l'ambition de construire un groupe mutualiste de référence en renforçant les synergies de compétences et d'expertises et les complémentarités de savoir-faire. Le maintien des marques des entités composant le nouvel ensemble ainsi que la préservation des réseaux de distribution et des modèles spécifiques des entités sont au cœur de la stratégie d'Aéma Groupe.

Abeille Assurances a intégré Aéma Groupe le 30 septembre 2021. Durant cette première année d'intégration, ses actions prioritaires ont porté sur l'adoption et le déploiement de la nouvelle marque « Abeille Assurances » et sur la mise en œuvre de chantiers significatifs visant à réussir la phase de transition et dénouer les liens avec son ancien actionnaire (Aviva PLC).

Abeille Assurances a également adopté une feuille de route courant jusqu'à fin 2023, préambule à la définition et la mise en œuvre de son plan stratégique 2024-2026. Afin d'atteindre ses ambitions stratégiques, Abeille Assurances entend s'appuyer sur les forces et la diversité de ses réseaux de distribution.

Forte de près de 850 conseillers (deuxième réseau de conseillers financiers en France) et d'environ 195 000 clients particuliers et entreprises, UFF, banque conseil en gestion de patrimoine, est une composante essentielle des réseaux de distribution d'Abeille Assurances.

Le renforcement d'Abeille Assurances au sein du capital d'UFF illustre les ambitions stratégiques d'Abeille Assurances et notamment celle de se positionner comme un acteur incontournable en assurance de personnes.

Cette volonté intervient dans un contexte où UFF doit faire face à de nombreux défis dans l'exercice de son activité, dont la volatilité des marchés financiers, l'intensification de la concurrence et l'augmentation de la pression réglementaire.

L'Initiateur considère que la cotation en bourse de la Société ne contribue pas au développement de la Société, à un moment où le besoin de modernisation des systèmes d'information devient un enjeu prioritaire, qui nécessite à court terme de procéder à des investissements significatifs pour permettre à la Société de poursuivre son développement.

Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, le financement de ces investissements reposera sur la capacité de la Société à créer les conditions de ce financement en développant une coopération étroite avec son actionnaire de référence. Dès lors, les coûts récurrents et les contraintes inhérentes à la cotation sur un marché réglementé (informations permanentes et périodiques imposées par la réglementation boursière, lourdeurs administratives, responsabilité accrue pour les dirigeants...) semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport au bénéfice de la cotation.

L'Offre s'inscrit dans la stratégie de l'Initiateur et a pour objectifs de (i) simplifier le fonctionnement d'Abeille Assurances

(ii) permettre à la Société, en renforçant ses liens et la coopération avec Abeille Assurances, de procéder à la nécessaire modernisation de ses systèmes d'information et de poursuivre ainsi son développement et (iii) supprimer les coûts récurrents et contraintes inhérentes à la cotation de la Société sur un marché réglementé.

L'Offre est lancée de manière volontaire par Abeille Assurances Holding, société mère d'Abeille Vie, actionnaire majoritaire historique de la Société, et de concert avec Abeille Vie, dans l'objectif d'acquérir le solde des Actions non-encore détenues par lui.

L'Offre, lancée dans un contexte constant de faible liquidité du titre, permet ainsi d'offrir aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate sur un titre, suivi par un seul analyste financier, Kepler Cheuvreux.

L'Initiateur a mandaté l'Etablissement Présentateur qui a procédé à une évaluation des Actions dont une synthèse est reproduite ci-après.

Dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires ne représentaient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, Abeille Assurances Holding a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire telle que décrite à la section 1.2.8 de la Note d'Information.

1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre

1.2.1. Termes et modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 28 novembre 2022. L'AMF a publié un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du RGAMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement au siège social de l'Initiateur ainsi qu'auprès de l'Etablissement Présentateur et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de l'Initiateur (<https://www.abeille-assurances.fr/notre-entreprise/nous-connaître/offre-publique-d-achat-simplifiée-opas-uffb.html>) et de la Société (<https://www.uff.net/actionnaires-investisseurs/offre-publique-dachat-simplifiée>).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé le 28 novembre 2022.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 21 euros par Action payable uniquement en numéraire, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre, à savoir pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

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.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée à la section 2.1 de la Note d'Information de l'Initiateur.

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

A la date de la Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, 13.206.505 Actions auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 81,35% du capital social et des droits de vote de la Société⁴.

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur à l'exception (i) des Actions Gratuites Incessibles et (ii) de 1.564 Actions Auto-Détenues que la Société conservera (voir section 4), à savoir, à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 3.021.639 Actions

⁴ Sur la base d'un capital composé de 16 233 240 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 31 décembre 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

de la Société représentant autant de droits de vote (soit environ 18,61% du capital et des droits de vote théoriques de la Société).

A la date de la Note en Réponse, à l'exception des Actions Gratuites Non-Acquises (tel que ce terme est défini à la section 1.2.3 de la Note en Réponse), il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

La situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites émises ou à émettre par la Société est décrite à la section 1.2.3 de la Note en Réponse.

L'Initiateur (de concert⁵ avec ses propres filiales) n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.

1.2.3. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

Conformément à la politique de rémunération de ses mandataires sociaux et salariés clés alors en vigueur, le Conseil d'administration de la Société a procédé régulièrement à des attributions gratuites d'Actions de la Société, conformément aux autorisations conférées par l'assemblée générale de la Société.

Le tableau ci-dessous présente, à la connaissance de la Société, le détail des Actions Gratuites qui sont encore en cours de période de conservation et/ou acquisition à la date de la Note en Réponse :

Plans	Date d'attribution	Nombre maximum d'AGA	Date de l'acquisition définitive	Fin de la période de conservation	Remarques
Plan n°2019-PI-01 (Tranche T4)	22/05/2019	389	22/05/2023	22/11/2023	Actions Gratuites Non-Acquises
Plan n°2020-PI-01 (Tranche T3)	15/07/2020	146	15/07/2023	15/01/2024	Actions Gratuites Non-Acquises
Plan n°2020-PI-01 (Tranche T4)	15/07/2020	146	15/07/2024	15/01/2025	Actions Gratuites Non-Acquises
Plan n°2021-PI-01 (Tranche T1)	19/05/2021	3 532	19/05/2022	19/05/2023	Actions Gratuites Incessibles
Plan n°2021-PI-01 (Tranche T2)	19/05/2021	294	19/05/2023	19/11/2023	Actions Gratuites Non-Acquises
Plan n°2021-PI-01 (Tranche T3)	19/05/2021	294	19/05/2024	19/11/2024	Actions Gratuites Non-Acquises
Plan n°2021-PI-01 (Tranche T4)	19/05/2021	295	19/05/2025	19/11/2025	Actions Gratuites Non-Acquises

Ainsi, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- 3.532 Actions Gratuites (correspondant à la Tranche 1 du plan de 2021), qui ont été acquises en date du 19 mai 2022, sont soumises à une période de conservation d'un an à compter de cette date, à savoir jusqu'au 19 mai 2023 (les « **Actions Gratuites Incessibles** »). Sur la base du calendrier indicatif de l'Offre, ces Actions Gratuites Incessibles seront incessibles durant l'Offre (et lors de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, le cas échéant), et ne seront donc pas visées par l'Offre ni par le Retrait Obligatoire.
- Un maximum de 1.564 Actions Gratuites (correspondant à (i) la Tranche 4 du plan de 2019, aux (ii) Tranches 3 et 4 du plan de 2020 et aux (iii) Tranches 2, 3 et 4 du Plan de 2021) seront encore en cours d'acquisition à la date de clôture estimée de l'Offre (et du Retrait Obligatoire, le cas échéant) sur la base du calendrier indicatif de l'Offre (les « **Actions Gratuites Non-Acquises** »). Dès lors, les Actions Gratuites Incessibles ne seront pas visées par l'Offre ni par le Retrait Obligatoire.

Les bénéficiaires des Actions Gratuites Incessibles et des Actions Gratuites Non-Acquises sont quatre mandataires sociaux

⁵ Il est précisé que certains dirigeants de l'Initiateur et/ou de ses filiales détiennent des Actions visées par l'Offre.

ou anciens mandataires sociaux de la Société. Comme détaillé à la [section 5](#), des Engagements de Liquidité ont été conclus entre l'Initiateur et les porteurs d'Actions Gratuites Incessibles et/ou Actions Gratuites Non-Acquises, afin d'organiser la cession de ces Actions Gratuites au Prix de l'Offre une fois ces Actions Gratuites devenues disponibles.

1.2.4. Conditions de l'Offre

L'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

1.2.5. Procédure d'apport à l'Offre

En application des dispositions des articles 233-2 et suivant du RGAMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de 15 (quinze) jours de négociation pendant laquelle les actionnaires de la Société pourront apporter leurs Actions à l'Offre. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre, devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre. Les détenteurs d'Actions sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables.

Les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date de l'apport des Actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de la Société apportent à l'Offre.

1.2.5.1 Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires d'UFF souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre de marché acheteur, se portera acquéreur, par l'intermédiaire de son partenaire, ODDO BHF SC, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.2.5.2 Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires d'UFF souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre. Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation. Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires dans certaines limites, les conditions de cette prise en charge étant décrites à la [section 2.9.3](#) de la Note d'Information.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés à la [section 2.9.3](#) de la Note d'Information et ce à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

1.2.6. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés, en ce compris le droit aux dividendes, interviendra à la date d'inscription des Actions en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions

de l'article L.211-17 du Code monétaire et financier.

L'ensemble des ordres présentés à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée seront centralisés par Euronext Paris. Chaque intermédiaire devra, à la date indiquée dans l'avis Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

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

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre intégrant (i) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure d'achats sur le marché et (ii) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

Il est rappelé, en tant que de besoin, que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

La contrepartie en numéraire qui devra être versée par l'Initiateur, conformément aux termes de l'Offre semi-centralisée, aux actionnaires d'UFF ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, sera transférée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers via Euronext Paris.

1.2.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la [section 2.8](#) (Calendrier Indicatif de l'Offre) de la Note d'Information.

1.2.8. Restrictions concernant l'Offre en dehors de France

Les restrictions concernant l'Offre en dehors de France sont décrites à la [section 2.11](#) (Restrictions concernant l'Offre en dehors de France) de la Note d'Information et s'appliquent à la présente Note en Réponse.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 23 décembre 2022, sur convocation de son Président, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

L'intégralité des membres du Conseil d'administration étaient présents (par visioconférence) ou représentés, à savoir :

1. M. Philippe-Michel LABROSSE (Président du Conseil d'Administration) ;
2. Mme Orsolya HEGEDUS, représentant permanent d'ABEILLE IARD & SANTÉ, Administrateur ;
3. M. Denis BOURGEOIS, représentant permanent d'ABEILLE ASSURANCES HOLDING, Administrateur ;
4. Monsieur Renaud CÉLIÉ, Administrateur ;
5. Mme Angéline DERACHE, représentant permanent d'ABEILLE VIE, Administrateur ;
6. Mme Hélène DENIS, Administrateur ;
7. Mme Elisabeth FABRE, représentant permanent d'ABEILLE EPARGNE RETRAITE, Administrateur ;
8. M. Pascal MICHARD, représentant permanent d'ABEILLE RETRAITE PROFESSIONNELLE, Administrateur ;
9. M. Hervé POMMERY, Administrateur représentant les salariés actionnaires ;
10. M. Jean-François POTIEZ, Administrateur représentant les salariés ;
11. M. Franck ZIOLKOWSKI, Administrateur représentant les salariés ;
12. Mme Gwendoline CAZENAVE, Administrateur indépendant ;
13. Mme Sandrine LEMERY, Administrateur indépendant ; et
14. M. Laurent BENOUDIZ, Administrateur indépendant.

Il est précisé que huit administrateurs liés à l'Initiateur (à savoir Monsieur Philippe-Michel LABROSSE, Madame Hélène DENIS, ABEILLE IARD & SANTÉ, ABEILLE ASSURANCES HOLDING, Monsieur Renaud CÉLIÉ, ABEILLE VIE, ABEILLE EPARGNE RETRAITE, ABEILLE RETRAITE PROFESSIONNELLE) ont pris part au vote pour des raisons de quorum mais se sont engagés à voter dans le même sens que la majorité des autres administrateurs afin de ne pas influencer sur le résultat du vote.

Les termes de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, ont été rappelés aux membres du Conseil d'administration. Les membres du Conseil d'administration ont ensuite étudié le Projet de Note en

Réponse de la Société.

La délibération du Conseil d'administration contenant son avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Rappel du processus et du fondement de la désignation de l'Expert Indépendant »

En application des articles 261-1, I-1° et 4° et II et 262-1 du RGAMF, compte tenu du fait que (i) la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'Offre, (ii) l'Initiateur sera amené à conclure des accords de liquidité avec les porteurs d'actions gratuites indisponibles et que (iii) l'Initiateur a l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à la suite de l'Offre si les conditions sont réunies, l'Offre requiert la désignation d'un expert indépendant.

Une fois informés de l'intention de l'Initiateur de déposer l'Offre, les membres du Comité ad hoc ont étudié les profils de plusieurs experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, et ont pu s'entretenir avec deux d'entre eux, en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et dans le secteur d'activité de la Société, (iii) de leur proposition financière et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Compte tenu de son niveau de qualification, son intervention sur de nombreuses opérations de place complexes et sa réputation, les membres du Comité ad hoc, après en avoir délibéré, ont décidé, lors de leur réunion du 25 novembre 2022, de proposer au Conseil d'Administration la désignation du cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions des articles 261-1, I-1° et 4° et II et 262-1 du RGAMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Le cabinet Ledouble, par l'intermédiaire de Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, a fait savoir qu'il acceptait cette nomination en qualité d'expert indépendant et a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Le 25 novembre 2022, sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'Administration de la Société a décidé de nommer le cabinet Ledouble en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre. La lettre de mission du cabinet Ledouble est annexée à leur rapport.

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité ad hoc

Le Comité ad hoc s'est réuni à plusieurs reprises depuis qu'il a été informé de l'intention de l'Initiateur de déposer l'Offre. Notamment, le Comité ad hoc a participé à quatre réunions avec l'Expert Indépendant afin de suivre les travaux de ce dernier dans le cadre de l'Offre.

En particulier, le Comité ad hoc s'est réuni, en présence des conseils juridiques de la Société :

- le 25 novembre 2022, afin d'étudier les profils des experts susceptibles d'être désignés en qualité d'expert indépendant, sur la base des propositions d'intervention reçues, et d'émettre une recommandation au Conseil d'Administration sur le choix de l'Expert Indépendant ;*
- le 12 décembre 2022, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point d'étape sur l'avancée des travaux de ce dernier, et sur le calendrier envisagé ; lors de cette réunion, l'Expert Indépendant a commenté les résultats provisoires de ses travaux d'évaluation et le Comité a pris acte qu'au stade de ses travaux, l'Expert Indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre⁶ ;*
- le 19 décembre 2022, en présence de l'Expert Indépendant, pour une présentation par l'Expert Indépendant de son projet de rapport d'expertise ; et*
- le 23 décembre 2022, en amont du Conseil d'Administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre en présence de l'Expert Indépendant, afin de prendre connaissance des conclusions définitives de l'Expert Indépendant et de finaliser les termes de sa proposition d'avis motivé au Conseil d'Administration.*

Le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations que l'expert

⁶ Préalablement, le Comité ad hoc avait eu l'occasion d'échanger avec le cabinet Ledouble afin de prendre connaissance des méthodes de valorisation considérées, revoir la liste de demandes d'informations et de documents requis par Ledouble pour la réalisation de sa mission, et pris connaissance du fait que le cabinet Ledouble proposait de réaliser une revue du rapport de CBRE relatif au patrimoine immobilier de la Société par un expert immobilier mandaté par ses soins.

a estimé nécessaires pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude de l'Offre. Le Comité ad hoc indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant un certain nombre de documents d'ordre financier ou juridique, décrits plus amplement dans son rapport.

L'Expert Indépendant a notamment revu le plan d'affaires 2022-2027 préparé par la direction de la Société et transmis à l'Expert Indépendant. Ce plan d'affaires a été présenté et approuvé lors du Conseil d'Administration le 21 décembre 2022 (le « **Plan d'Affaires** »). Ce Plan d'Affaires constitue, à la connaissance du Comité ad hoc, les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

Le Comité ad hoc a constaté qu'aucune question ou remarque d'actionnaires concernant l'Offre n'a été adressée au Comité ad hoc ou à l'Expert Indépendant, en ce compris par l'intermédiaire de l'AMF.

Travaux et conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité ad hoc et l'Expert Indépendant, tels que détaillés ci-dessus, le cabinet Ledouble a remis son rapport au Conseil d'Administration le 22 décembre 2022.

Les caractéristiques de l'Offre sont rappelées ci-dessous, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité ad hoc pour établir sa recommandation :

- L'Initiateur détenait, à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, directement ou indirectement, 12.173.020 Actions auxquelles étaient attachées autant de droits de vote, représentant 74,99% du capital social et des droits de vote de la Société ; depuis cette date, l'Initiateur a acquis 707.027 Actions sur le marché conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du RGAMF et détient donc à la date des présentes (arrêté au 21 décembre 2022 après la clôture du marché), directement ou indirectement, 12.881.047 Actions auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 79,35% du capital social et des droits de vote de la Société.
- Conformément à l'article 231-6 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des Actions Gratuites Incessibles (tel que ce terme est défini à section 2.3 du Projet de Note d'Information) qui seront en période de conservation pendant la durée de l'Offre, étant précisé qu'à l'exception des Actions Gratuites Non-Acquises (tel que ce terme est défini à la section 2.3 du Projet de Note d'Information), il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.
- L'Initiateur (de concert⁷ avec ses propres filiales) n'agit pas de concert avec un tiers ou un autre actionnaire de la Société.
- L'Offre revêt un caractère volontaire. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF, et sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation.
- L'Initiateur a indiqué que dans l'hypothèse où les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire seraient remplies à la clôture de l'Offre, l'Offre sera 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 les conditions détaillées à la section 1.2.8 du Projet de Note d'Information).
- Les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois sont décrites dans la section 1.2 du Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration.

L'Expert Indépendant, en les personnes de Madame Agnès Piniot et de Monsieur Romain Delafont, présente les conclusions de son rapport. Ces conclusions peuvent être résumées comme suit, sachant que l'Expert Indépendant renvoie à l'intégralité de son rapport (qui seul fait foi), le résumé n'étant présenté que pour des considérations pratiques :

- L'Expert Indépendant a procédé à une évaluation multicritère en retenant les références boursières et en mettant en œuvre les méthodes qui lui ont paru pertinentes à savoir, à titre principal, la valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de dividendes ou Dividend Discount Model (DDM), et, à titre de

⁷ Il est précisé que certains dirigeants de l'Initiateur et/ou de ses filiales détiennent des Actions visées par l'Offre.

recoupement une valorisation analogique par référence aux multiples boursiers et aux multiples transactionnels ;

- La valorisation intrinsèque fait apparaître une valeur centrale de 15,5 euros par action sur la base du plan d'affaires UFF et de 16,9 euros sur la base du plan d'affaires initiateur ;
- Le prix de l'Offre extériorise des primes significatives par rapport à l'ensemble des références examinées et aux valeurs centrales issues des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, à savoir (i) primes de 30 à 55% sur les CMPV (cours moyens pondérés par les volumes) des 12 derniers mois ; (ii) prime de 50% sur le cours cible publié par l'analyste en charge du suivi du titre UFF ; (iii) primes de 24 à 36% sur les valeurs centrales de la méthode de valorisation intrinsèque (que l'Expert Indépendant considère la plus adaptée pour estimer la valeur de l'action) et (iv) primes de 27 à 44% sur les valorisations analogiques issues des comparables boursiers mises en œuvre à titre de recoupement et de plus de 60% sur celles issues des transactions comparables ;
- Le prix de l'Offre est supérieur aux bornes hautes des fourchettes de valeurs résultant des analyses de sensibilité réalisées par l'Expert Indépendant ;
- L'Expert Indépendant a apprécié le caractère volontariste des trajectoires qui sous-tendent son évaluation multicritère, notamment au regard de son analyse des performances historiques du groupe et de l'environnement de marché actuel. L'évaluation multicritère étant réalisée à la date d'émission de son rapport, il s'est assuré que les dernières données d'atterrissage au 31 décembre 2022 ne remettaient pas en cause les données prévisionnelles exploitées ;
- L'Expert Indépendant souligne que les actionnaires minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs actions au Prix de l'Offre de 21 €, qui extériorise une prime par rapport à l'ensemble des références examinées, de ses valorisations intrinsèques et analogiques intégrant la valeur du patrimoine immobilier et des résultats de ses analyses de sensibilité ;
- Les accords connexes n'emportent pas de conséquence sur son appréciation de l'équité du Prix de l'Offre ;
- L'Expert Indépendant fait également le constat de l'absence de question ou observation d'actionnaires minoritaires, y compris par l'intermédiaire de l'AMF ;
- À l'issue de ses travaux, l'Expert Indépendant est ainsi en mesure de conclure (i) sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire et (ii) à l'absence, dans les engagements de liquidité qui ont vocation à être conclus avec les porteurs d'actions gratuites indisponibles, de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'UFF dont les titres sont visés par l'Offre.

Recommandations du Comité ad hoc

Le 23 décembre 2022, le Comité ad hoc s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

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

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur, qui détient d'ores et déjà le contrôle de la Société et n'a pas l'intention de modifier la stratégie ni le modèle opérationnel de la Société en dehors de l'évolution normale de son activité, n'anticipe pas de synergies entre l'Initiateur et la Société spécifiquement liées à l'Offre.

Le Comité ad hoc constate également que l'Offre s'inscrit dans la stratégie de l'Initiateur, maintenant intégré dans le groupe Aéma, et a pour objectifs de (i) simplifier le fonctionnement du sous-groupe Abeille Assurances, (ii) supprimer les coûts récurrents et contraintes inhérentes à la cotation de la Société sur un marché réglementé, et (iii) permettre à la Société, en renforçant ses liens et la coopération avec Abeille Assurances par une détention à 100% par l'Initiateur, de procéder à la nécessaire modernisation de ses systèmes d'information et de poursuivre ainsi son développement.

En outre, le Comité ad hoc constate que l'Offre, si elle est suivie par une radiation des actions de la cote, permettra d'échapper aux contraintes inhérentes à la cotation sur un marché réglementé (notamment lourdeur administrative, responsabilité accrue pour les dirigeants, coûts significatifs) qui semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport au bénéfice de la cotation.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société

Le Comité ad hoc constate que l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs titres, à un prix de 21 euros par Action.

Le Comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur ainsi que du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc relève notamment que, selon le rapport de l'Expert Indépendant, le prix de l'Offre extériorise des primes significatives par rapport à l'ensemble des références examinées et aux valeurs centrales issues des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre. En outre, le prix de l'Offre est supérieur aux bornes hautes des fourchettes de valeurs résultant des analyses de sensibilité réalisées par l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc note que l'Expert indépendant a fait une analyse critique du plan d'affaires d'UFF et a relevé son caractère volontariste.

Il note également que l'Expert Indépendant avait procédé à l'analyse des éléments de valorisation de l'établissement présentateur, Natixis, qui font apparaître pour le prix d'offre des primes supérieures à celles extériorisées par l'Expert Indépendant.

Le Comité ad hoc constate qu'aux termes du rapport établi par le cabinet Ledouble et de l'analyse multicritères suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité ad hoc relève que l'Expert Indépendant a également conclu que l'analyse des projets d'accords de liquidité qui ont vocation à être conclus dans le cadre de l'Offre avec les porteurs d'actions gratuites indisponibles n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires.

Le Comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant, y compris en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

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

Le Comité ad hoc constate que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, et n'aura pas d'impact négatif significatif en matière d'emploi au sein de la Société.

L'Initiateur a en effet indiqué dans le Projet de Note d'Information les éléments suivants :

- *La mise en œuvre de l'Offre, et le cas échéant du retrait obligatoire, n'aura pas d'incidence sur les effectifs de la Société, la politique salariale et de gestion des ressources humaines. Notamment, l'Offre n'entraînera pas de restructuration ou de suppression de postes.*
- *L'objectif de l'Initiateur est de continuer à s'appuyer sur les compétences et l'expérience des équipes et dirigeants en place afin de poursuivre le développement de la Société et de ses filiales.*

Il est précisé que les différents comités sociaux et économiques (CSE) de la Société ont été informés de l'Offre, et qu'une réunion d'information s'est tenue le 28 novembre 2022.

Le Comité ad hoc considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence spécifique en matière d'emploi.

* * *

Au vu terme de sa mission, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres :

- ***relève que les termes financiers de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;***
- ***présente au Conseil d'Administration le projet d'avis motivé ;***
- ***recommande au Conseil d'Administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.***

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Il est demandé aux membres du Conseil d'Administration leurs intentions d'apport ou non des actions qu'ils détiennent à l'Offre.

Administrateur	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Abeille Assurances Holding (Initiateur)	100	Actions non-visées par l'Offre
Abeille Vie	12 172 520	Actions non-visées par l'Offre
Abeille Epargne Retraite	100	Actions non-visées par l'Offre
Abeille Retraite Professionnelle	100	Actions non-visées par l'Offre
Abeille IARD & Santé	100	Actions non-visées par l'Offre
Philippe-Michel LABROSSE	100	Apport à l'Offre
Sandrine LEMERY	0	N/A
Gwendoline CAZENAVE	100	Apport à l'Offre
Laurent BENOUDIZ	1000	Apport à l'Offre
Hélène DENIS	0	N/A
Renaud CÉLIÉ	0	N/A
Hervé POMMERY	4 680	Apport à l'Offre
Franck ZIOLKOWSKI	2 177	Apport à l'Offre
Jean-François POTIEZ	1 421	Apport à l'Offre

Après discussion sur le projet d'Offre, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par l'Etablissement Présentateur, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) des conclusions des travaux de revue du Comité,

le Conseil d'Administration, à l'unanimité (étant précisé que les huit administrateurs liés à l'Initiateur se sont engagés à voter dans le même sens que la majorité des autres administrateurs afin de ne pas influencer sur le résultat du vote) :

- **prend acte** :
 - o des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information ;
 - o des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information, en particulier du fait que l'Initiateur envisage de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ;
 - o des travaux et recommandations du Comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;
 - o des conclusions de l'Expert Indépendant qui, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires ;
- **approuve et adopte**, sans y apporter aucune modification, le projet d'avis motivé proposé par le Comité ad hoc ;
- **considère** en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - o de la Société, notamment dans la mesure où la Société est contrôlée par l'Initiateur, ce dernier n'entend pas modifier la stratégie ni le modèle opérationnel de la Société en dehors de l'évolution normale de l'activité, et entend soutenir le développement des activités de la Société et de ses filiales ;
 - o de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et offre une liquidité immédiate aux actionnaires ; et
 - o de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur les effectifs de la Société, la politique salariale et de gestion des ressources humaine ;
- **recommande** aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ;

en conséquence de ce qui précède :

- **donne tous pouvoirs** au Directeur Général à l'effet de finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Comme indiqué à la [section 2](#), les membres du Conseil d'administration de la Société dont les Actions sont visées par l'Offre ont fait part de leurs intentions d'apporter les Actions à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, 17 999 Actions sont auto-détenues par la Société (les "**Actions Auto-Détenues**") (dont (i) 17 938 au titre du contrat de liquidité conclu avec la société Kepler Cheuvreux, suspendu depuis le 28 novembre 2022 (date d'annonce et de dépôt de l'Offre), et 61 au titre d'un mandat de rachat).

Le Conseil d'administration de la Société, réuni en date du 23 décembre 2022, a décidé d'apporter les Actions Auto-Détenues à l'Offre, à l'exception de 1.564 Actions qui seront conservées pour les besoins des plans d'attribution d'actions gratuites.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

Comme décrit plus en détail à la [section 1.2.3](#) de la Note en Réponse :

- 3.532 Actions Gratuites Incessibles seront encore en cours de période de conservation pendant la période d'Offre (et, le cas échéant, à la date du Retrait Obligatoire), et ne seront par conséquent pas visées par l'Offre ; et
- 1.564 Actions Gratuites Non-Acquises seront encore en cours de période d'acquisition pendant la période d'Offre (et, le cas échéant, à la date du Retrait Obligatoire).

L'Initiateur a conclu avec chaque porteur d'Actions Gratuites Incessibles et/ou d'Actions Gratuites Non-Acquises un contrat (« **Engagement de Liquidité** ») aux termes duquel le titulaire s'est engagé à céder à l'Initiateur (promesse de vente), et l'Initiateur s'est engagé à acquérir auprès du titulaire (promesse d'achat), l'ensemble de ses Actions Gratuites Incessibles et/ou Actions Gratuites Non-Acquises à l'expiration de leur période de conservation.

En dehors des Engagements de Liquidité décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

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

6.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 15.467.031,07 euros, divisé en 16.233.240 Actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, la répartition du capital et des droits de vote de la Société, est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital et des droits de vote théoriques	Nombre de DDV exerçables	% des droits de vote exerçables
Abeille Assurances Holding (Initiateur)	1 033 585	6,37%	1 033 585	6,37%
Abeille Vie	12 172 520	74,99%	12 172 520	75,07%
Abeille Epargne Retraite	100	0,00%	100	0,00%
Abeille Retraite Professionnelle	100	0,00%	100	0,00%
Abeille IARD & Santé	100	0,00%	100	0,00%
Abeille Real Estate Investment Management	100	0,00%	100	0,00%

Total détention directe ou indirecte de l'Initiateur	13 206 505	81,35%	13 206 505	81,45%
Flottant (*)	3 008 736	18,53%	3 008 736	18,55%
Auto-détention	17 999	0,11%	-	0,00%
TOTAL	16 233 240	100,00%	16 215 383	100,00%

* y compris (i) les actions détenues par le FCPE UFF Epargne, et (ii) les 3.532 actions gratuites en cours de période de conservation et qui le seront encore pendant la période d'Offre.

En prenant en considération (i) les 17.999 Actions Auto-détenues, (ii) les 3.532 Actions Gratuites Incessibles concernées par les Engagements de Liquidité décrits à la section 5 de la présente Note en Réponse, et (iii) les 544.622 Actions détenues par le FCPE UFF Epargne et que le conseil de surveillance du FCPE a décidé d'apporter à l'Offre, l'Initiateur détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, ou a vocation à détenir à sa seule initiative, 13.772.658 Actions représentant 84,84% du capital de la Société⁸.

6.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

La dernière déclaration de franchissement de seuil relative à la Société publiée sur le site de l'AMF est relative au franchissement, à la hausse, de manière indirecte, des seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société par Aéma Groupe, société de groupe d'assurance mutuelle (SGAM) qui détient le contrôle ultime de l'Initiateur⁹, ultime de l'Initiateur, le 30 septembre 2021. A cette occasion, l'Initiateur avait déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L. 233-7 VII du Code de commerce¹⁰.

Il est rappelé que ce franchissement de seuil avait fait l'objet d'une décision de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique, publiée par l'AMF en date du 8 septembre 2021¹¹.

La Société n'a pas connaissance d'autres déclarations de franchissement de seuils ou déclarations d'intention relatives à la Société publiées récemment.

6.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du RGAMF, la Société a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 12 des statuts de la Société), en vertu de laquelle, toute personne physique ou morale, agissant seule ou indirectement ou encore de concert, venant à détenir, de quelque manière que ce soit, au sens de l'article L. 233-7 du Code de commerce et suivants, un nombre d'actions représentant un pourcentage du capital social ou des droits de vote au moins égale à 5% du capital social, à tout moment même après franchissement des seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires, est tenue de déclarer à la Société le nombre d'actions qu'elle possède, ainsi que des titres donnant accès à terme au capital et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, par lettre recommandée avec accusé de réception dans le délai de cinq (5) jours de bourse à compter du franchissement de seuil.

Cette obligation de déclaration à la Société concerne la détention de chaque fraction de 0,5% du capital jusqu'à 5%. Elle s'effectue conformément à la législation en vigueur et le défaut de notification n'est assorti de sanction qu'à la demande, consignée au procès-verbal de l'Assemblée Générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins du capital ou des droits de vote de la Société.

Les sanctions prévues par la loi en cas d'inobservation de l'obligation de déclaration de franchissement des seuils légaux s'appliquent également en cas de non-déclaration du franchissement des seuils prévus par les statuts de la Société.

Transfert d'actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

⁸ Sur la base d'un capital composé de 16 233 240 actions représentant autant de droits de vote théoriques au 31 décembre 2022, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

⁹ Par l'exercice d'une influence dominante au sens des articles L. 233-16 II 3° du code de commerce, L. 356-1 et R.345-1-1 du code des assurances et L. 212-7 du code de la mutualité.

¹⁰ D&I 221C2644

¹¹ D&I 221C2325

Droit de vote double

Comme le précise l'article 13 des statuts de la Société chaque action de la Société donne droit en assemblée générale à une seule voix. Aux termes de la 11^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire du 21 mai 2015, il a été décidé de ne pas conférer de droit de vote double tel qu'institué par la loi 2014-384 du 29 mars 2014 aux titulaires d'actions visées à l'article L.225-123 alinéa 3 du Code de commerce.

6.4. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5 % de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.5. Droits de contrôle spéciaux

La Société n'a pas émis de titres comportant de droits de contrôle spéciaux.

6.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société dispose d'un système d'actionnariat du personnel.

A la date de la Note en Réponse, le FCPE UFF EPARGNE, support du Plan d'Épargne Groupe, détient environ 3,35% du capital de la Société.

Lors d'une réunion en date du 17 janvier 2023, le Conseil de Surveillance du FCPE a décidé d'apporter à l'Offre les Actions détenues par le FCPE.

6.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.8. Rappel des règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 14 des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois membres au moins et de 18 membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par le Code de commerce en cas de fusion. A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé de quatorze membres.

Conformément à l'article L. 225-19 du Code du commerce et aux stipulations de l'article 14 des statuts de la Société, si du fait qu'un membre du Conseil en fonction vient à dépasser l'âge de 70 ans, la proportion du tiers ci-dessus visée est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, qui peut les révoquer à tout moment, pour une durée de quatre ans. Toutefois, en cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale. Si la nomination d'un administrateur par le conseil n'est pas ratifiée par l'assemblée, les actes accomplis par cet administrateur et les délibérations prises par le Conseil n'en sont pas moins valables.

Le ou les administrateurs représentant les salariés, selon le cas, sont désignés par l'organisation syndicale ayant obtenu le plus de suffrages au premier tour des élections professionnelles (comité social et économique) dans la société et ses filiales, directes ou indirectes, dont le siège social est fixé sur le territoire français, ou par chacune des deux organisations syndicales ayant obtenu le plus de suffrages au premier tour de ces élections lorsque deux administrateurs sont à désigner.

Si le nombre des administrateurs devient inférieur à trois, une assemblée générale ordinaire des actionnaires doit être immédiatement convoquée en vue de compléter le Conseil.

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

La nomination d'un nouveau membre du conseil en adjonction aux membres en exercice ne peut être décidée que par l'assemblée générale.

A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé des membres suivants :

1. M. Philippe-Michel LABROSSE (Président du Conseil d'Administration) ;
2. ABEILLE IARD & SANTÉ (administratrice), représentée par Mme. Orsolya HEGEDUS ;
3. ABEILLE ASSURANCES HOLDING (administratrice), représentée par M. Denis BOURGEOIS ;
4. M. Renaud CELIE (administrateur) ;
5. ABEILLE VIE (administratrice), représentée par Mme. Angeline DERACHE ;
6. Mme Hélène DENIS (administratrice) ;
7. ABEILLE EPARGNE RETRAITE (administratrice), représentée par Mme Elisabeth FABRE ;
8. ABEILLE RETRAITE PROFESSIONNELLE (administratrice), représentée par M. Pascal MICHARD ;
9. M. Hervé POMMERY (administrateur représentant les salariés actionnaires) ;
10. M. Jean-François POTIEZ (administrateur représentant les salariés) ;
11. M. Franck ZIOLKOWSKI (administrateur représentant les salariés) ;
12. Mme Gwendoline CAZENAVE (administratrice indépendante) ;
13. Mme Sandrine LEMERY (administratrice indépendante) ; et
14. M. Laurent BENOUDIZ (administrateur indépendant).

6.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée, le quorum du cinquième étant à nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

6.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des autorisations et délégations suivantes, accordées par les assemblées générales mixtes des actionnaires des 19 mai 2021 et 24 mai 2022 :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Autorisation à consentir au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à l'annulation d'actions détenues par la Société par suite de rachat de ses propres titres	4,5% des actions composant le capital	26 mois*
Autorisation à consentir au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à l'achat par la Société de ses propres actions.	4,5% des actions composant le capital (730 495 actions)	18 mois**
Autorisation à donner au Conseil d'Administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions aux salariés de l'Union Financière de France Banque et des sociétés liées, dans le cadre des plans d'incitation long terme du groupe	Fixation du plafond des attributions d'actions de performance à 1 % du capital	26 mois**

* à compter du jour de l'assemblée générale mixte du 19 mai 2021

** à compter de l'assemblée générale mixte du 24 mai 2022

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

A la connaissance de la Société, aucun accord conclu par la Société n'est susceptible d'être modifié ou de prendre fin en raison du changement de contrôle de la Société, étant précisé, en tout état de cause, que ni l'Offre (ni le Retrait Obligatoire)

n'entraîneront de changement de contrôle de la Société.

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

Il n'existe, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, pas d'accord en vigueur prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

A toute fins utile, il est précisé que Madame Astrid de Bréon, directrice générale déléguée d'UFF, bénéficie d'une indemnité de départ décidée par le Conseil d'administration au titre d'une convention autorisée le 19 janvier 2022 (tel que détaillé à la page 211 du rapport financier annuel 2021 d'UFF). La convention précise qu'elle ne pourra bénéficier de l'indemnité qu'en cas de départ contraint sauf pour faute grave ou lourde et qu'aucune indemnité ne sera due en cas de départ à l'initiative de l'intéressé. Le montant de l'indemnité est égal à douze fois la rémunération de référence mensuelle de Madame Astrid de Bréon, augmenté d'une rémunération de référence mensuelle par année d'ancienneté. La rémunération de référence mensuelle représente un douzième de la somme de (i) la rémunération fixe due au titre de la dernière année civile d'activité et (ii) la moyenne des rémunérations variables dues (comprenant la part payée immédiatement et la part différée en numéraires et en actions) au titre des trois dernières années civiles d'activité. Le montant de l'indemnité versée est fonction du niveau de réalisation d'une condition de performance qu'est la rémunération variable théorique (moyenne des rémunérations variables dues en cas d'atteinte de l'objectif sur chacun des critères quantitatifs et qualitatifs au cours des 2 exercices clos précédant le départ).

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 25 novembre 2022, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 4° et II et 262-1 du RGAMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 22 décembre 2022, complété par son *addendum* en date du 16 janvier 2023, est intégralement reproduit en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requises par l'article 231-28 du RGAMF, seront déposées par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<https://www.uff.net/actionnaires-investisseurs/offre-publique-dachat-simplifiee>) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Union Financière de France Banque
32, avenue d'Iéna
75116 Paris

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA PRESENTE NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Fred VIANAS

Directeur-général d'Union
Financière de France Banque

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant (et son *addendum*)



Ledouble

UNION FINANCIÈRE DE FRANCE BANQUE

32 avenue d'Iéna
75116 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1.	<u>INTRODUCTION</u>	6
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre	6
1.2.	Périmètre de l'Offre	6
1.3.	Financement de l'Offre	7
1.4.	Synergies et gains économiques liés à l'Offre	7
1.5.	Contours de la Mission	8
1.6.	Diligences effectuées	9
1.7.	Limites de la Mission	10
1.8.	Plan du Rapport	11
1.9.	Conventions de présentation	11
2.	<u>PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ</u>	12
2.1.	Le marché du conseil en gestion de patrimoine	12
2.2.	Présentation du Groupe et de ses caractéristiques	15
2.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	18
2.4.	Matrice SWOT	24
3.	<u>ÉVALUATION MULTICRITÈRE</u>	25
3.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	25
3.2.	Références écartées	28
3.3.	Éventuelles manifestations d'intérêt récentes	29
3.4.	Références boursières	29
3.5.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	31
3.6.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	39
4.	<u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u>	41
4.1.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	41
4.2.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	41
4.3.	Paramètres techniques	41
4.4.	Valorisation intrinsèque DDM	42
4.5.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	42
4.6.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	43

4.7.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	43
5.	<u>ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES</u>	<u>44</u>
6.	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>	<u>44</u>
7.	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>45</u>
8.	<u>CONCLUSION</u>	<u>46</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>47</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords Connexes	Accords connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 4° du règlement général de l'AMF
Actionnaire de Contrôle	Abeille Vie
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires dont les Actions sont visées par l'Offre
Action(s)	Action(s) de la Société
Actions Gratuites Incessibles	Actions gratuites émises par la Société, en cours de conservation pendant la durée de l'Offre
Actions Gratuites Non Acquisées	Actions gratuites émises par la Société, en cours d'acquisition pendant la durée de l'Offre
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
AuM	<i>Assets under management</i>
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>
CGP	Conseil en gestion de patrimoine
CIF	Conseillers en investissements financiers
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur	Gide Loyrette Nouel
Date de Référence Boursière	Dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
Direction	<i>Management</i> de la Société
Dividende Complémentaire	Dividende de 3,0 € par Action détaché le 27 mai 2022, correspondant au solde du dividende suspendu en avril 2020 dans le contexte de la pandémie
Engagements de Liquidité	Engagements de Liquidité aux termes desquels des promesses d'achat et de vente croisées seraient conclues entre les titulaires d'Actions Gratuites Incessibles et/ou d'Actions Gratuites Non Acquisées et l'Initiateur
Établissement Présentateur	Natixis

Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Immobilier	Expert immobilier mandaté pluriannuellement par la Société pour procéder à l'estimation de la valeur vénale de son patrimoine immobilier
Expert Indépendant	Ledouble
Groupe	La Société et ses filiales
Horizon Explicite	2023-2027
ICAAP	<i>Internal Capital Adequacy Assessment Process</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Indice de Référence	CAC All Tradable
Initiateur	Abeille Assurances Holding
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise Indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat simplifiée initiée par Abeille Assurances Holding sur les Actions UFF
P/AuM	<i>Price-to-assets under management ratio</i>
P/B	<i>Price-to-book ratio</i>
P/E	<i>Price-to-earnings ratio</i>
Plan d'Affaires Initiateur	Plan d'affaires établi par l'Initiateur à l'appui des données prévisionnelles de la Direction
Plan d'Affaires UFF	Plan d'affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 21 décembre 2022
Prix de l'Offre	21,0 € par Action
PNB	Produit net bancaire
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 28 novembre 2022
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
RN	Résultat net
RNPG	Résultat net part du Groupe
ROE	<i>Return on Equity</i>
RWA	<i>Risk-Weighted Assets</i>
Société	Union Financière de France Banque (UFF)
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **Offre** ») initiée par la société Abeille Assurances Holding (l'« **Initiateur** ») sur les actions de la société Union Financière de France Banque (« **UFF** » ou la « **Société** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Offre, et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 25 novembre 2022 par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), sur recommandation du comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), en qualité d'expert indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)¹ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** »), des conditions et modalités financières de l'Offre, envisagée au prix de **21,0 €** par action (le « **Prix de l'Offre** »).

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans la perspective de la réorganisation et de la simplification de l'organigramme du groupe Abeille Assurances, la participation d'Abeille Vie dans UFF étant susceptible d'être reclassée auprès de l'Initiateur à la suite de l'Offre.

La procédure de retrait obligatoire, envisagée par l'Initiateur dans l'hypothèse où les Actionnaires Minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, permettrait également de retirer la Société de la cote et d'échapper aux contraintes et coûts inhérents à la cotation sur un marché réglementé.

Le projet d'Offre a fait l'objet d'une publication conjointe par l'Initiateur et la Société, par voie de communiqué de presse en date du 28 novembre 2022². À cette même date, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet de note d'information³ (le « **Projet de Note d'Information** ») auquel nous nous référons ci-après.

1.2. Périmètre de l'Offre

À la date la plus récente⁴, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société se présente comme suit :

¹ Extrait de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité. [...] ».

² « Projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions Union Financière de France Banque », [28 novembre 2022](#).

³ « Projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société UFF Banque Conseil en Gestion de Patrimoine, initiée par la société Abeille Assurances Holding, présentée par Natixis Corporate and Investment Banking », [28 novembre 2022](#).

⁴ La répartition du capital et des droits de vote nous a été communiquée par le Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur le 22 décembre 2022 et est conforme à la « déclaration des achats et des ventes effectués pendant une offre publique » enregistrée sous la référence AMF 222C2751. Elle diffère de la situation communiquée le 28 novembre 2022 dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur ayant depuis acquis sur le marché des Actions conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF.

Structure du capital de la Société

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Droits de vote théoriques	%
Abeille Vie	12 172 520	75,0%	12 172 520	75,0%
Abeille Assurances Holding	708 127	4,4%	708 127	4,4%
Autres entités du groupe Abeille Assurances	400	0,0%	400	0,0%
Sous-total Initiateur (détenue directe et indirecte)	12 881 047	79,3%	12 881 047	79,3%
Flottant	3 334 194	20,5%	3 334 194	20,5%
Auto-détention	17 999	0,1%	17 999	0,1%
Total	16 233 240	100,0%	16 233 240	100,0%

Le capital de la Société est composé de 16.233.240 actions (les « **Actions** »), représentant 16.233.240 droits de vote théorique et 16.215.241 droits de vote exerçables⁵.

L'Initiateur détient, directement ou indirectement, 12.881.047 Actions auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 79,3% du capital et des droits de vote de la Société⁶.

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'Actions (les « **Actions Gratuites** »), susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital et aux droits de vote de la Société. Selon le calendrier indicatif de l'Offre, certaines des Actions Gratuites seront en cours de conservation (les « **Actions Gratuites Incessibles** ») ou en cours d'acquisition (les « **Actions Gratuites Non Acquises** ») pendant la durée de l'Offre⁷.

L'Offre porte sur un nombre maximum de 3.347.097 Actions, soit la totalité des Actions non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exclusion des 3.532 Actions Gratuites Incessibles dont la période de conservation n'aura pas expiré à la clôture de l'Offre⁸ et de 1.564 Actions autodétenues, que la Société s'est engagée à ne pas apporter⁹.

En dehors des Actions Gratuites, il n'existe à la connaissance de l'Initiateur et à notre connaissance aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3. Financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où l'intégralité des Actions visées par l'Offre seraient apportées, le montant total de la contrepartie en numéraire devant être payée par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires s'élèverait, hors frais et commissions liés à l'Offre, à 70,3 M€¹⁰.

L'Initiateur prévoit de financer l'intégralité de l'Offre et, le cas échéant, du retrait obligatoire, sur ses ressources propres et sans recours à un financement externe.

1.4. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société et des synergies entre la Société et Abeille Assurances existent déjà.

⁵ Sous déduction des actions privées de droit de vote.

⁶ Conformément aux dispositions de l'article [223-11](#) du règlement général de l'AMF.

⁷ Et, le cas échéant, à la date du retrait obligatoire.

⁸ Sur la base du calendrier indicatif de l'Offre dans le Projet de Note d'Information.

⁹ Pour les besoins de ses plans d'Actions Gratuites.

¹⁰ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 3.347.097 Actions x Prix de l'Offre : 21,0 €.

En conséquence, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies liées à l'Offre, en dehors de l'économie des coûts de cotation qui serait consécutive à la radiation des Actions dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

1.5. Contours de la Mission

1.5.1. Modalités de désignation de Ledouble

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article [261-1](#) I 1°, 4° et II du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#)¹¹ et n°[2006-08](#)¹², ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)¹³.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration en date du 25 novembre 2022, la Société nous a adressé une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation¹⁴ ; cette lettre figure en **Annexe 1**.

La saisine de Ledouble est justifiée par :

- le fait que la Société est déjà contrôlée, avant le lancement de l'Offre, par l'Initiateur ;
- l'engagement pris par l'Initiateur de proposer aux titulaires des Actions Gratuites Incessibles et/ou des Actions Gratuites Non Acquises, entre la date de dépôt et la date d'ouverture de l'Offre, de conclure des engagements de liquidité (les « **Engagements de Liquidité** ») ;
- la volonté de l'Initiateur de mettre en œuvre à l'issue de l'Offre la procédure de retrait obligatoire si les conditions sont réunies.

1.5.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de son conseil juridique¹⁵, et de l'établissement présentateur de l'Offre¹⁶ (l'« **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, et attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur¹⁷ ;

¹¹ « Offres publiques d'acquisition ».

¹² « Expertise indépendante ».

¹³ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹⁴ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

¹⁵ Gide Loyrette Nouel.

¹⁶ Natixis, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

¹⁷ Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années (2016 à 2022) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à sa réalisation.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.

Conformément à l'instruction AMF n°[2006-08](#), une revue de la qualité des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission ; la description de son rôle et de ses diligences figure en **Annexe 13**.

1.6. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre incluant les accords connexes à l'Offre ¹⁸ (les « **Accords Connexes** »), de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** »), et en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier :

- le caractère équitable, pour les Actionnaires Minoritaires, du Prix de l'Offre ;
- l'absence d'éléments, dans les Accords Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission, avec les représentants de la Société, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que le conseil juridique de la Société et l'Établissement Présentateur¹⁹, se sont fondées notamment sur :

- notre compréhension de la stratégie et des objectifs de l'Initiateur ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées et de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière du Groupe, mise à notre disposition à la suite de nos requêtes ;
- l'analyse de l'environnement concurrentiel du Groupe ainsi que des perspectives économiques et de marché susceptibles d'avoir une incidence sur ses activités ;

¹⁸ Relevant de l'article 261-1 | 4° du règlement général de l'AMF.

¹⁹ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration, des rapports de gestion présentés aux actionnaires de la Société et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'analyse de l'historique du cours de bourse ainsi que des évènements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'examen des dernières données d'atterrissage et des projections financières aux bornes du Groupe, ainsi que la mise en perspective de ces estimations avec les données de marché, les performances historiques et les précédentes prévisions établies par le *management* de la Société (la « **Direction** ») ;
- des extractions de nos bases de données financières et la mise en œuvre d'analyses comparatives permettant d'éclairer la situation financière du Groupe et les modalités financières de l'Offre ;
- la valorisation multicritère de l'Action selon des méthodes d'évaluation adaptées, et la mise en œuvre d'analyses de sensibilité aux paramètres de marché et aux hypothèses clés retenues par la Direction ;
- l'examen comparatif des travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur ;
- l'étude du contenu des Accords Connexes ;
- la prise de connaissance du Projet de Note d'Information de l'Initiateur et du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** ») ;
- la prise en compte des éventuelles observations formulées par des Actionnaires Minoritaires sur les termes de l'Offre ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre et des conditions financières de l'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction et de l'Initiateur de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

1.7. Limites de la Mission

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

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.8. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'analyse des Accords Connexes (§ 5) ;
- les observations formulées par les Actionnaires Minoritaires (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

1.9. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Présentation du Groupe et de son marché

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'Évaluation Multicritère (§ 3), à établir un diagnostic à partir :

- d'informations sectorielles et de données de marché sur le métier du conseil en gestion de patrimoine (§ 2.1) ;
- de l'historique du Groupe et de l'analyse de son positionnement (§ 2.2) ;
- de l'examen de ses performances historiques (§ 2.3).

Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d'apprécier les principales caractéristiques du Groupe et de son environnement, prises en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Le marché du conseil en gestion de patrimoine²⁰

2.1.1. Une filière aux profils hétérogènes

Le marché du conseil en gestion de patrimoine (CGP) regroupe l'ensemble des professionnels impliqués dans la gestion du patrimoine de leurs clients, particuliers comme entreprises, au travers de la fourniture de conseils et/ou la vente de solutions de placement. La filière est ainsi composée d'acteurs présentant des profils hétérogènes, avec des statuts et des modèles économiques variés.

L'entrée en vigueur en 2018 de la directive MIF²¹ II a conduit un grand nombre d'acteurs à abandonner la notion de conseil indépendant, afin de préserver leur modèle de revenus basés pour l'essentiel sur des commissions rétrocédées par les fournisseurs sur les frais d'entrée et de gestion facturés aux clients.

Les conseillers indépendants sont quant à eux rémunérés sous la forme d'honoraires directement facturés à leurs clients. Selon une étude de l'AMF²², seulement 7% des conseillers en investissements financiers (CIF)²³ fournissent des conseils exclusivement indépendants.

Les positionnements variés des conseillers en gestion de patrimoine les conduisent à adopter différents statuts réglementés qui ouvrent des droits d'exercice, tout en impliquant le respect d'un certain nombre d'obligations. En complément du statut de CIF, les acteurs peuvent ainsi disposer des statuts de prestataire de services d'investissements (PSI), d'intermédiaire en assurance (IAS), d'intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement (IOBSP) ou encore d'agent immobilier. Un grand nombre de conseillers bénéficient également de la compétence juridique associée (CJA), qui leur permettent de dispenser des consultations juridiques et de rédiger certains actes.

²⁰ La présentation de l'environnement du Groupe a été réalisée à partir d'informations publiques, d'études privées et des entretiens que nous avons menés avec la Direction.

²¹ *Markets in financial instruments Directive*.

²² Étude publiée en [décembre 2021](#) sur les données d'activité 2020 des conseillers en investissements financiers.

²³ Le périmètre des CIF se recoupe avec celui des CGP. Les CIF peuvent toutefois avoir leur activité principale tournée vers le conseil en gestion de patrimoine, ou vers les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion. Par ailleurs, certains acteurs se revendiquant CGP ne disposent pas du statut de CIF.

Les CGP peuvent également se distinguer en fonction des produits qu'ils commercialisent. Les acteurs affiliés à un réseau, une banque ou une compagnie d'assurance, ont au sein de leurs gammes des produits « maison »²⁴. Les conseillers indépendants fonctionnent exclusivement en architecture ouverte, en proposant des familles de produits issues de plusieurs fournisseurs.

2.1.2. Le modèle économique des CGP

Compte tenu de la répartition des profils au sein de la filière, le modèle de rémunération de la profession se fonde aujourd'hui essentiellement sur les commissions rétrocédées par les fournisseurs de solutions de placement.

Les commissions de placement sont subordonnées aux flux d'affaires nouvelles, et sont ainsi directement liées à la collecte brute et au taux moyen de commission. Par ailleurs, les commissions sur encours garantissent aux CGP une part de revenus récurrents ; leur niveau évolue en fonction de la collecte nette (effet volume) et de la variation des indices boursiers (effet valeur).

Les niveaux de collecte, les encours gérés par la profession et les revenus perçus sont étroitement liés à la conjoncture et, en particulier, à l'évolution des indices actions et des taux d'intérêt, qui influe sur les marchés obligataire et immobilier. L'assurance-vie constitue aujourd'hui le principal support de placement, et représenterait près de 80% des encours gérés par les CGP²⁵. Les stratégies de diversification déployées par certains acteurs, tant au niveau des produits et des services proposés, qu'au niveau des métiers exercés, sont de nature à atténuer leur exposition à la conjoncture.

Le modèle économique des CGP varie également en fonction de la clientèle ciblée. Si un grand nombre de professionnels se sont positionnés historiquement sur les segments de clientèles fortunées ou très fortunées, le marché repose aujourd'hui en grande partie sur la clientèle aisée, dite *mass affluent*, qui représente ainsi le cœur de cible de la majorité des structures de CGP.

2.1.3. L'environnement concurrentiel

La profession est largement atomisée, avec un nombre élevé de petites structures, souvent unipersonnelles. L'encours moyen de la profession est ainsi estimé à moins de 50 M€.

Dans un contexte réglementaire de plus en plus contraignant et évolutif, en lien notamment avec les dispositifs de protection des épargnants qui contribuent à la pression exercée sur les marges, l'atteinte d'une taille critique représente pour de nombreux acteurs un enjeu clé. Parmi les avantages concurrentiels liés à la taille, figurent l'amélioration du pouvoir de négociation vis-à-vis des fournisseurs, l'accès à des moyens financiers, humains et technologiques accrus ou encore le renforcement de la notoriété liée à la marque. Au-delà des opérations de croissance externe susceptibles d'être réalisées par certains groupes, de nombreux CGP choisissent le modèle du regroupement, qui permet de bénéficier des avantages de l'effet taille, tout en limitant les risques inhérents aux rapprochements capitalistiques.

²⁴ Les produits « maison » peuvent être commercialisés aux côtés de produits issus de fournisseurs tiers, notamment pour les unités de compte.

²⁵ Estimation issue de l'étude Deloitte - Harvest publiée en [janvier 2020](#) sur la profession.

Aux côtés des structures de proximité et des groupements et réseaux commerciaux, se côtoient quelques groupes d'envergure, qui ont dépassé la barre symbolique du milliard d'euros d'encours conseillés, à l'instar de Primonial, Cyrus Conseil²⁶ ou encore Crystal²⁷. Ces acteurs, qui bénéficient pour certains de l'appui de fonds d'investissement pour accélérer leur développement, ont mené des opérations de diversification métiers, le plus souvent dans le champ de la gestion d'actifs.

La forte intensité concurrentielle résulte également de l'offre proposée par les grandes banques de réseaux et par les compagnies d'assurance qui ont mis en place des structures de conseil en gestion de patrimoine ou de gestion de fortune dédiées²⁸. Enfin, l'attrait de la clientèle *mass affluent* incite certaines banques privées ainsi que des gestionnaires d'actifs à concurrencer les plateformes traditionnelles de CGP.

2.1.4. Digitalisation récente et à venir de la profession

La profession est en grande partie composée d'acteurs de petite taille qui travaillent de manière artisanale, ainsi que de structures de plus grande taille qui, bien qu'ayant intégré certains outils technologiques, n'ont pas mené de véritable transformation digitale.

Le retard pris par la profession résulte de la conception traditionnelle du métier, qui repose sur la construction d'une relation de confiance et de proximité entre le conseiller et son client, sans écran interposé. Si la relation en face à face reste privilégiée pour instaurer au démarrage une relation de confiance, les nouveaux outils permettent aux CGP d'automatiser certaines tâches courantes liées notamment aux contraintes réglementaires, et de proposer de nouveaux services à leurs clients tout en leur apportant plus de souplesse dans la relation.

La digitalisation du métier est ainsi devenue incontournable, en raison des nouvelles technologies et des exigences des jeunes générations habituées aux expériences et aux interactions digitales. La pandémie survenue début 2020 a accéléré cette dynamique, et a conduit à l'instauration durable de la pratique du digital²⁹ et à l'émergence de *fintechs* qui tentent de bousculer les offres traditionnelles à la clientèle *mass affluent*.

2.1.5. Évolution de la réglementation Bâle III

Les CGP qui disposent d'un agrément d'établissement de crédit sont soumis aux accords de Bâle en vigueur dans le secteur bancaire.

Les premières réformes Bâle III et leur mise en œuvre eu sein de l'Union Européenne ont permis de renforcer la solidité du système bancaire, en fixant de nouvelles limites aux risques auxquels les banques sont exposées, et en introduisant de nouvelles règles de liquidité. Entre 2009 et 2021, le ratio des fonds propres de meilleure qualité (« **CET1** ») des banques européennes a ainsi presque doublé, passant de 8,5% à 15,8%³⁰.

La finalisation des réformes de Bâle III, avec l'adoption des accords du 7 décembre 2017, poursuit un double objectif de (i) réduction de la variabilité des actifs pondérés en fonction

²⁶ Cyrus Conseil fait état, sur son site Internet, d'un montant total d'encours de près de 10 Md€.

²⁷ Crystal gère près de 7 Md€ d'encours.

²⁸ À titre d'exemples, BNP Paribas Wealth Management, Société Générale Private Banking et HSBC Private Banking.

²⁹ Le [baromètre 2021](#) du marché des CGP réalisé par BNP Paribas Cardif, en partenariat avec l'institut Kantar, montre que pour une grande majorité des CGP, le digital est désormais utilisé de manière durable par les clients.

³⁰ Constat fait par l'Autorité bancaire européenne et relayé par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dans une publication de [mars 2022](#) relative au paquet bancaire CRR3/CRD6.

des risques (« **RWA** ») en restreignant l'utilisation des approches fondées sur les modèles internes et en introduisant un plancher en capital, et (ii) de renforcement de la sensibilité aux risques des approches standard du risque de crédit, du risque opérationnel et du risque CVA³¹. L'objectif actuellement affiché par la Commission européenne est celui d'une date d'entrée en application des exigences de Bâle III au 1^{er} janvier 2025, en décalage de deux ans par rapport au calendrier bâlois.

Les CGP et les banques privées présentent généralement une structure bilancielle en excédent de liquidités, compte tenu d'une consommation relativement faible de leur activité en fonds propres³².

2.2. Présentation du Groupe et de ses caractéristiques

2.2.1. Aperçu de l'histoire du Groupe

Acteur français historique du conseil en gestion de patrimoine, UFF occupe une position de *leader* depuis plus de 50 ans. Issue de la création en 1968 de la Société Diffusion Mobilière, UFF s'est progressivement structurée autour d'un réseau national de conseillers en gestion de patrimoine salariés et indépendants.

Nous rappelons, ci-après, plusieurs dates marquantes dans l'histoire du Groupe, jalonnées par une logique de développement, de diversification et de rationalisation du métier de conseil en gestion de patrimoine :

- **1968** : création de « Société Diffusion Mobilière » avec l'appui de la Banque de Suez et de l'Union des Mines ;
- **1978** : « Société Diffusion Mobilière » est renommée « Union Financière de France » ;
- **1985** : élaboration des premiers FCP labellisés UFF ;
- **1987** : introduction au second marché de la Bourse de Paris du titre UFF et obtention du statut de banque ; la banque Indosuez devient l'actionnaire majoritaire d'UFF et l'Abeille Vie, société d'assurance, acquiert 10% du capital de la Société ;
- **1997** : Indosuez cède sa participation majoritaire à l'Abeille Vie ;
- **2001** : création de la filière « UFF Sport Conseil » pour conseiller les sportifs de haut niveau dans la gestion de leur patrimoine ;
- **2009** : lancement d'un premier fonds Gestion Pilotée et Suivi (GPS) ;
- **2012** : lancement de CGP Entrepreneurs, filiale dédiée au marché des CGP Indépendants ;
- **2014** : création de la société de gestion Myria Asset Management ; acquisition d'Aviva Épargne & Conseils³³ ; acquisition de la Financière du Carrousel par la filiale CGP Entrepreneurs ;

³¹ *Credit Valuation Adjustment*.

³² En comparaison notamment avec les banques de financement et d'investissement.

³³ Réseau de conseillers salariés d'Aviva France comprenant 250 salariés et gérant 2,5 Md€ d'encours.

- **2016** : acquisition d'Infinitis³⁴ par CGP Entrepreneurs ;
- **2018** : cession de la participation détenue dans Primonial Real Estate Investment Management (PREIM), jugée non stratégique ;
- **2021** : changement de l'actionnaire de contrôle avec l'acquisition d'Aviva France par Aema Groupe ;
- **2022** : évolution de la gouvernance, avec la nomination de Monsieur Fred Vianas en qualité de directeur général d'UFF.

2.2.2. Positionnement et caractéristiques du Groupe

La Société dispose d'un agrément d'établissement de crédit, et est habilitée en qualité de prestataire de services d'investissement. Elle exerce son activité par l'intermédiaire de quatre filiales³⁵ et de deux réseaux de distribution complémentaires :

- son réseau de CGP salariés est opéré par le biais des deux entités suivantes :
 - Ufifrance Patrimoine (« **UFP** ») assure, grâce à ses différents statuts³⁶, la distribution de produits financiers, de produits de placement immobilier, d'assurance, et la distribution de crédits par l'intermédiaire de ses conseillers salariés répartis sur le territoire français au travers d'un réseau de 25 agences ;
 - Ufifrance Gestion (« **UFG** ») regroupe les fonctions support et assure également la distribution de produits d'assurance et de placement immobilier³⁷ ;
- son réseau de CGP indépendants (i.e. non salariés) est organisé au sein de la filiale CGP Entrepreneurs (« **CGPE** »)³⁸, groupement spécialisé dans les services de gestion de patrimoine à destination des professions libérales ;
- sa filiale Myria Asset Management est une société de gestion créée en 2014, exerçant une activité de gestion de portefeuille et spécialisée en multigestion, processus consistant à sélectionner les meilleurs fonds et/ou les meilleurs gérants pour les rassembler au sein d'un même véhicule d'investissement.

Au 30 juin 2022, le Groupe disposait d'un effectif global de près de 1.200 collaborateurs, dont environ 70% d'effectif commercial ; le montant total d'encours gérés s'établissait à près de 13 Md€, dont 12,2 Md€ administrés par le réseau de salariés.

La clientèle *mass affluent* constitue la cible d'UFF, qui opère auprès de plus de 190.000 clients, dont environ 90% de particuliers et 10% de clients *corporate*³⁹. Au même titre que le reste de la profession, les revenus du Groupe sont majoritairement issus de l'assurance-vie :

³⁴ Groupement de 350 CGP indépendants gérant 4,1 Md€ d'encours.

³⁵ Ufifrance Patrimoine (« **UFP** »), Ufifrance Gestion (« **UFG** »), CGP Entrepreneurs (« **CGPE** ») et Myria Asset Management (« **Myria AM** »).

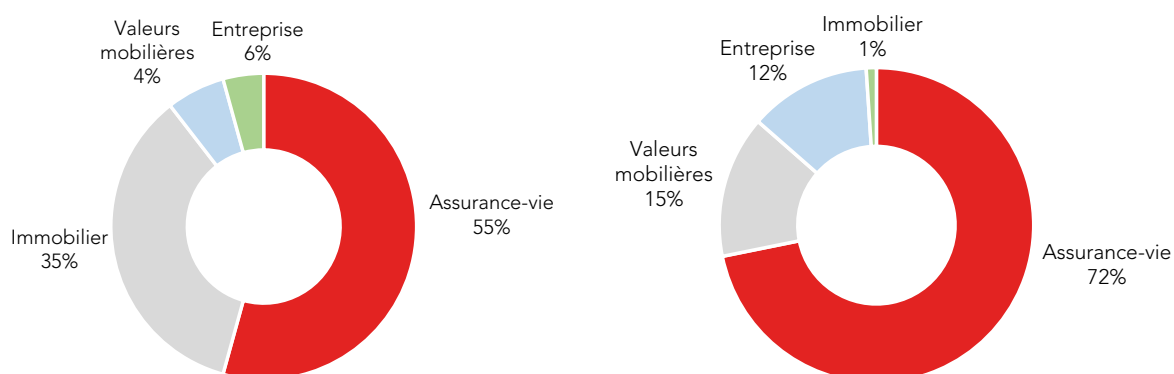
³⁶ UFP est agréée pour exercer les services de conseil en investissement, de réception et transmission d'ordres (RTO) et de placement non garanti. Elle est également courtier en assurances, agent immobilier et intermédiaire en opérations de banque et services de paiement (IOBSP).

³⁷ UFG bénéficie des agréments de courtier en assurances, d'agent immobilier et d'organisme de formation.

³⁸ CGPE dispose des statuts d'agent immobilier, de courtier en assurances, d'organisme de formation, et est également IOBSP.

³⁹ Au 31 décembre 2021, les particuliers et les entreprises représentent respectivement 89% et 11% des 194.000 clients du Groupe.

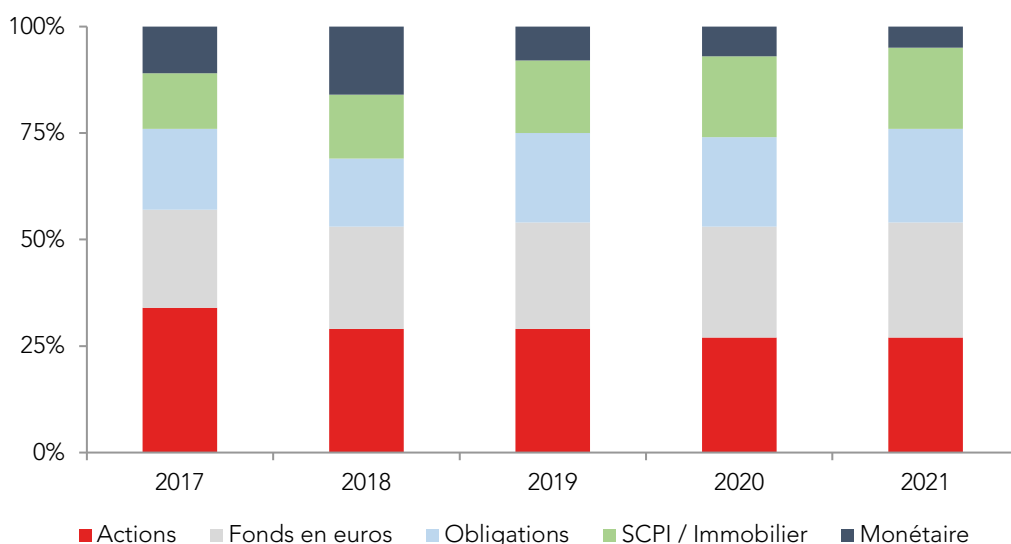
Répartition des commissions de placement et des commissions sur encours en 2021



Source : Société

Le Groupe fonctionne en architecture ouverte, et propose ainsi une large gamme de produits et de solutions de placement. L'orientation des actifs gérés a évolué comme suit au cours des derniers exercices :

Répartition des encours gérés par nature d'actif



Source : Société

2.2.3. Axes stratégiques du Groupe

Le Groupe avait annoncé en 2018 un plan stratégique ayant pour ambition de renforcer son *leadership* dans le conseil en gestion de patrimoine⁴⁰. Ce plan intégrait un programme d'investissements sur trois ans, qui se déclinait autour de trois projets de transformation, afférents au réseau, à l'expérience client et au patrimoine technologique.

Le changement d'actionnaire de référence et l'évolution de la gouvernance en 2021 ont conduit à la définition d'une nouvelle feuille de route à horizon 2023, préalablement à l'élaboration du prochain plan stratégique en lien avec celui d'Aéma Groupe. Dans ce

⁴⁰ Communiqué de presse UFF du [12 décembre 2018](#).

contexte, la Société a réaffirmé que l'investissement dans le réseau commercial demeurait une de ses priorités⁴¹.

La modernisation des systèmes d'information et l'accélération de la transformation digitale constituent également un enjeu prioritaire, tant du point de vue du nouvel actionnaire de référence⁴², que de celui de la Direction.

2.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données présentées ci-après sont issues des rapports financiers annuels et semestriels publiés par la Société. Nous analysons successivement les performances du Groupe sur un historique de cinq ans (§ 2.3.1), l'évolution de ses encours pondérés et de ses fonds propres prudentiels (§ 2.3.2), ainsi que sa structure bilancielle au 30 juin 2022 (§ 2.3.3).

2.3.1. Performances et rentabilité historiques du Groupe

Nous présentons, ci-après, quelques indicateurs de résultats publiés par le Groupe sur la période 2017-2022⁴³ couverte par notre analyse :

Compte de résultat							
M€	2017	2018	2019	2020	2021	S1 2021	S1 2022
Commissions FCP	75,7	70,0	60,8	58,9	58,5	32,9	29,6
Commissions Assurance	124,2	124,8	120,2	120,8	133,5	64,6	64,6
Commissions Immobilier	64,4	52,1	45,7	28,1	32,2	15,0	15,2
Commissions Entreprise	19,7	18,6	18,4	12,6	23,4	7,6	8,1
Produits des commissions	284,0	265,4	245,1	220,4	247,6	120,1	117,5
(Charges des commissions)	(54,5)	(51,2)	(44,5)	(39,3)	(49,0)	(24,5)	(23,8)
+/- autres produits et charges bancaires	2,2	(0,4)	1,5	(1,9)	0,3	0,3	(4,0)
Produit Net Bancaire (PNB)	231,7	213,8	202,1	179,1	198,8	95,9	89,7
% variation	10,5%	(7,7%)	(5,5%)	(11,4%)	11,0%	n.a.	(6,5%)
Charges générales d'exploitation	(184,2)	(178,2)	(162,7)	(160,7)	(169,9)	(84,9)	(85,5)
Dotations aux amortissements	(1,9)	(2,7)	(6,6)	(8,1)	(10,7)	(4,8)	(4,7)
Résultat brut d'exploitation	45,5	32,9	32,9	10,3	18,2	6,2	(0,4)
% PNB	19,7%	15,4%	16,3%	5,8%	9,2%	6,5%	(0,5%)
Coût du risque	(0,1)	(0,5)	0,1	(0,7)	(0,0)	0,0	(0,0)
Gains et pertes liés aux transactions	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(0,5)	(0,5)
Quote-part résultat net des sociétés MEE	6,4	3,7	0,0	-	-	-	-
Gains ou pertes nets sur autres actifs	0,5	83,6	1,0	-	(0,1)	(0,1)	-
Résultat avant impôt	51,3	118,8	33,0	8,7	17,1	5,6	(0,9)
% PNB	22,1%	55,6%	16,3%	4,9%	8,6%	5,9%	(1,0%)
Impôt sur les bénéfices	(14,8)	(14,7)	(12,1)	(3,1)	(5,5)	(1,8)	(0,1)
Résultat net - part du Groupe	36,5	104,1	20,9	5,6	11,7	3,8	(1,0)
% PNB	15,8%	48,7%	10,4%	3,1%	5,9%	4,0%	(1,1%)

2.3.1.1. Produit Net Bancaire (« PNB »)

Le PNB du Groupe est constitué des commissions sur encours et des commissions de placement perçues sur les différents produits qu'il commercialise. L'assurance vie constitue historiquement la principale source de commissions, devant l'immobilier, les valeurs mobilières et l'épargne entreprise.

⁴¹ Source : Rapport financier semestriel [2022](#).

⁴² Cf. Projet de Note d'Information.

⁴³ Sur cette période, les comptes consolidés ont notamment été affectés par l'application de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

Sur la période 2017-2021, le PNB du Groupe a reculé d'environ 14%, du fait principalement d'une diminution des commissions de placement sur l'immobilier et d'une contraction de la collecte commerciale. Sur le plan de la conjoncture, cette période a été marquée par une forte volatilité des marchés actions, un environnement de taux bas, ainsi que par les effets de la crise sanitaire.

L'exercice 2018 s'est inscrit dans un contexte géopolitique et de marché instable, en particulier sur le second semestre, qui a entraîné un repli de l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'assurance-vie. Après plusieurs années de hausse continue, les commissions de placement sur l'immobilier diminuent fortement, en lien notamment avec la raréfaction du nombre de logements neufs mis en vente depuis le deuxième semestre 2017.

En 2019, les marchés actions, soutenus par les mesures d'accompagnement prises par les banques centrales, ont enregistré une très forte hausse. Le Groupe n'est toutefois pas parvenu à maintenir son PNB, du fait notamment de la poursuite de la baisse de l'immobilier direct, de la contraction de la collecte commerciale du réseau d'indépendants et de la décroissance enregistrée sur les supports de valeurs mobilières.

En 2020, l'activité commerciale du Groupe a été affectée par la baisse de la taille de son réseau et par les conséquences de la crise sanitaire, en particulier au cours du premier semestre. La levée de certaines incertitudes en fin d'année et les mesures de soutien à l'économie prises par les banques centrales et les États se sont soldées par une reprise rapide et spectaculaire des marchés actions, et ont permis au Groupe de renouer avec une dynamique commerciale favorable en fin d'exercice. L'immobilier a été le secteur le plus touché, avec une baisse des commissions perçues par le Groupe de près de 40%.

L'exercice 2021 s'est illustré par une hausse continue des marchés actions qui ont atteint puis dépassé leur plus haut niveau historique. La conjoncture favorable a permis au Groupe de renouer avec la croissance, avec une collecte commerciale en progression de 31% et une hausse du PNB de 11% par rapport à l'exercice 2020.

Sur le premier semestre 2022, le Groupe n'est pas parvenu à maintenir le PNB, dans un contexte de baisse du marché actions et de hausse des taux obligataires. Son PNB a ainsi reculé de 6% par rapport au premier semestre 2021, la hausse des commissions de placement compensant seulement partiellement la baisse des commissions sur encours.

2.3.1.2. Charges générales d'exploitation

Les charges générales d'exploitation sont composées des frais de personnel commercial et administratif ainsi que de frais généraux.

Sur la période 2017-2019, le Groupe est parvenu à maîtriser ses charges générales d'exploitation, le coefficient d'exploitation⁴⁴ restant relativement stable malgré la baisse d'activité. Le Groupe a en particulier réduit en 2019 l'enveloppe des rémunérations commerciales dans des proportions similaires à celle de la baisse des commissions reçues, grâce essentiellement au ralentissement des recrutements et à l'effet du *turnover*.

En 2020, le coefficient d'exploitation s'est dégradé, passant de 80% à 90% du PNB, malgré la baisse de l'effectif commercial, les économies réalisées avec les mesures de chômage partiel et les efforts entrepris pour limiter les frais généraux dans le contexte pandémique. La dégradation de la rentabilité d'exploitation a résulté en grande partie de la baisse des revenus nets et des coûts de transition vers le nouveau contrat de travail Proxima.

⁴⁴ Rapport entre les charges d'exploitation et le PNB.

En 2021, le Groupe a amélioré son coefficient d'exploitation, sans toutefois revenir au niveau d'avant crise. En dépit d'une baisse des effectifs commerciaux, les rémunérations commerciales ont augmenté, sous le poids des rémunérations variables impactées par la collecte commerciale positive.

Sur le premier semestre 2022, les charges générales d'exploitation ont été relativement stables par rapport au premier semestre 2021, malgré la baisse d'activité. Ce constat résulte, d'une part, d'une progression des frais généraux avec la reprise des investissements dans l'animation commerciale et l'évolution de certains coûts de maintenance et, d'autre part, d'une baisse des rémunérations moins marquée que celle de l'effectif.

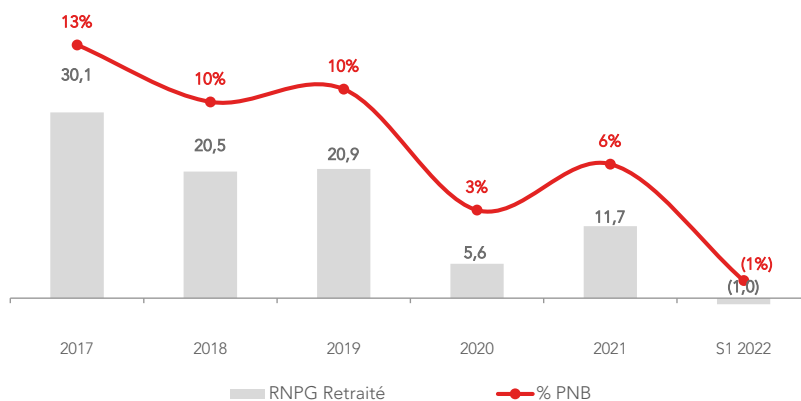
2.3.1.3. Résultat net part du Groupe (« RNPG »)

Sur la période analysée, la rentabilité nette du Groupe s'est dégradée, en raison principalement des effets conjugués :

- de la baisse du PNB (§ 2.3.1.1) ;
- de la dégradation du coefficient d'exploitation (§ 2.3.1.2) ;
- de la cession en 2018 de la participation PREIM qui contribuait jusqu'alors au résultat net du Groupe par la quote-part de ses résultats mis en équivalence⁴⁵.

Le résultat net part du Groupe, retraité de la quote-part des résultats mis en équivalence et de l'impact en 2018 de la cession des titres PREIM (79,9 M€)⁴⁶, a évolué comme suit :

Évolution du RNPG retraité (M€)



Source : Société, analyses Ledouble

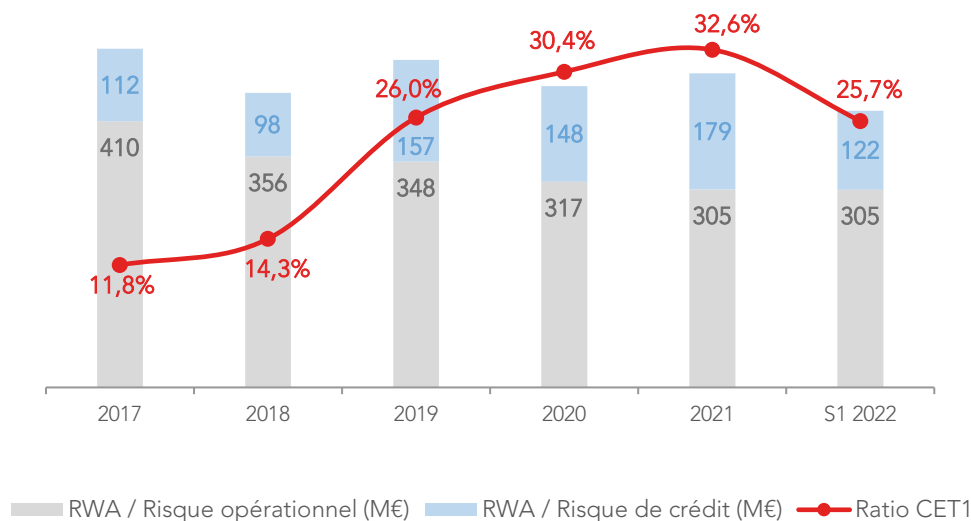
⁴⁵ En 2018, UFF a cédé sa participation minoritaire de 30,3 % dans le capital de PREIM au groupe Primonial qui en était déjà l'actionnaire majoritaire.

⁴⁶ Montant net d'impôts.

2.3.2. Évolution des encours pondérés et des fonds propres de base de catégorie 1 (« CET1 »)

Nous présentons, ci-après, l'évolution des encours pondérés du Groupe et du ratio de fonds propres de catégorie 1 :

Évolution des encours pondérés (M€) et du ratio CET1 (%)



Source : Société

Les expositions pondérées aux risques ont évolué comme suit :

- la mesure du risque opérationnel a sensiblement diminué, du fait notamment du passage à la « méthode standard » en 2018⁴⁷, et de la baisse globale d'activité sur la période subséquente ;
- la mesure du risque de crédit a en parallèle augmenté jusqu'en 2021, avec notamment la réintégration en 2019 des actifs corporels liés à la première application de la norme IFRS 16 « Contrats de location » et la hausse des encours en 2021. Sur le premier semestre 2022, la mesure du risque a diminué du fait principalement de la réduction du montant des placements de trésorerie⁴⁸ et du raccourcissement de leur durée.

Le ratio de CET1 a significativement augmenté en 2019, du fait de la prise en compte de la plus-value de cession de la participation PREIM intervenue sur l'exercice précédent⁴⁹. Il a par la suite progressé en 2020 et 2021 sous les effets conjugués des bénéfices et de la baisse des encours pondérés. La distribution de dividendes intervenue au cours du premier semestre 2022 et l'enregistrement d'une perte ont contribué à abaisser le ratio CET1 qui s'établissait au 30 juin 2022 à 25,7%, au-delà du seuil minimum réglementaire.

⁴⁷ À compter de 2018, la mesure du risque opérationnel est réalisée par le Groupe selon l'approche dite standard, à partir du PNB consolidé ventilé par type et support de commissions nettes.

⁴⁸ Concomitamment au versement du Dividende Complémentaire (§ 3.2.2).

⁴⁹ Au 31 décembre 2018, le résultat en attente d'approbation est déduit du CET1.

2.3.3. Structure bilancielle

Au 30 juin 2022, la structure bilancielle du Groupe se présente comme suit :

Bilan	
M€	30-juin-22
Caisse, banques centrales	11,0
Actifs financiers à la juste valeur par résultat	20,6
Actifs financiers évalués au coût amorti	15,0
Prêts et créances sur les établissements de crédit	104,1
Prêts et créances sur la clientèle au coût amorti	44,0
Actifs d'impôts courants	2,6
Actifs d'impôts différés	4,1
Autres actifs et créances diverses	59,1
Immobilisations corporelles	36,2
Immobilisations incorporelles	17,7
Total actif	314,4
Dettes financières	10,9
Dettes envers la clientèle	93,1
Autres passifs et dettes diverses	62,9
Provisions	19,1
Total dettes	186,1
Capitaux propres part du Groupe	128,4
Participations ne donnant pas le contrôle	-
Total capitaux propres	128,4
Total passif	314,4

Source : Société

2.3.3.1. Trésorerie et équivalents de trésorerie

Au 30 juin 2022, le montant total de la trésorerie s'établit à **151 M€** et comprend :

- les comptes de caisse, banques centrales (11,0 M€) ;
- les comptes bancaires ouverts auprès d'établissements de crédit (104,1 M€) ;
- des actifs financiers (35,6 M€), composés essentiellement d'un contrat de capitalisation souscrit auprès d'Abeilles Assurances (15,0 M€) et des sommes investies dans des Organismes de Placements Collectifs (20,4 M€).

2.3.3.2. Prêts et créances sur la clientèle

Les prêts et créances sur la clientèle, qui incluent les crédits immobiliers accordés par le Groupe, représentent un montant total de **44 M€** au 30 juin 2022.

2.3.3.3. Actifs d'impôts

Les actifs d'impôts, d'un montant total de **6,7 M€**, comprennent :

- les actifs d'impôts courants (2,6 M€) ;
- les actifs d'impôts différés liés aux indemnités de départ à la retraite (4,1 M€).

2.3.3.4. Actifs immobilisés

Les immobilisations corporelles, d'une valeur nette comptable totale de **36,2 M€**, intègrent notamment les ensembles immobiliers détenus par le Groupe, comptabilisés au coût d'acquisition (24,0 M€) et évalués pluriannuellement à dire d'expert. Elles comprennent également les baux commerciaux et la flotte automobile comptabilisés en application de la norme IFRS 16 (10,7 M€) et d'autres actifs corporels divers (1,5 M€).

Les immobilisations incorporelles, d'une valeur nette comptable totale de 17,7 M€, comprennent la valeur d'un portefeuille client (6,2 M€)⁵⁰ ainsi que des coûts externes activés sur différents projets informatiques (9,2 M€) et d'autres actifs divers (2,3 M€).

2.3.3.5. Dettes financières

Les dettes financières, qui s'élèvent à **10,9 M€**, correspondent à des dettes locatives relatives à l'application de la norme IFRS 16.

2.3.3.6. Dettes envers la clientèle

Les dettes envers la clientèle, d'un montant total de **93,1 M€**, correspondent à des sommes détenues provisoirement par le Groupe en instance d'investissement ou de règlement aux clients (53,5 M€), des comptes espèces PEA (26,4 M€) et des dépôts à terme (13,1 M€).

2.3.3.7. Autres passifs et dettes diverses

Les autres passifs et dettes diverses, qui s'établissent à **62,9 M€**, se ventilent comme suit :

- dettes vis-à-vis du personnel et des organismes sociaux (34,4 M€) ;
- dettes fournisseurs (25,4 M€) ;
- autres dettes (3,1 M€).

2.3.3.8. Provisions

Les provisions, d'un montant total de **19,1 M€**, couvrent en particulier :

- les indemnités de départ à la retraite (14,3 M€)⁵¹ ;
- les litiges prud'homaux (4,5 M€).

⁵⁰ Évalué en 2014 à 14,4 M€ et amorti sur une durée de 15 ans.

⁵¹ Y compris les écarts actuariels.

2.3.3.9. Capitaux propres

Le Groupe dispose au 30 juin 2022 de capitaux propres part du Groupe à hauteur de 128,4 M€.

Après déduction de la valeur nette comptable des immobilisations incorporelles (17,7 M€) et de la Seed Money en gestion d'actifs (0,8 M€), les fonds propres prudentiels de catégorie 1 s'établissent à 109,9 M€.

2.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :



3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe et de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les références écartées (§ 3.2) ;
- les éventuelles manifestations d'intérêt récentes (§ 3.3.) ;
- les références boursières (§ 3.4) ;
- les méthodes d'évaluation retenues pour apprécier l'Équité des conditions financières de l'Offre (§ 3.5).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre (§ 3.6).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

UFF établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'UFF au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

Les comptes semestriels 2022 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 « Information financière intermédiaire ».

3.1.2. Date de l'Évaluation Multicritère

L'évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche de l'émission du Rapport⁵². Nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que l'évolution des données de marché n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le 25 novembre 2022, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue le 28 novembre 2022 antérieurement à l'ouverture du marché (la « **Date de Référence Boursière** »).

⁵² Les données de marché ont été extraites en date du 16 décembre 2022.

Dans le cadre de l'Évaluation Multicritère, nous avons exploité les données issues du rapport financier semestriel 2022 de la Société ainsi que les données d'atterrissage les plus récentes⁵³ qui ont été mises à notre disposition préalablement à l'émission du Rapport (§ 3.1.5).

3.1.3. Nombre d'Actions

Nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués à la date d'émission du Rapport sur la base du nombre total d'Actions en circulation minoré du nombre d'Actions auto-détenues :

Nombre d'Actions	
Catégorie	Nombre
Actions émises	16 233 240
(Actions auto-détenues)	(17 999)
Total	16 215 241

Source : Société

Nous avons ainsi raisonné sur un nombre d'Actions non dilué qui s'établit à 16.215.241 Actions.

3.1.4. Capital excédentaire au 30 juin 2022

Nous avons tenu compte, dans les différentes méthodes d'évaluation, de la situation de capital excédentaire du Groupe.

Au 30 juin 2022, les fonds propres prudentiels de catégorie 1 s'établissent à 109,9 M€ (§ 2.3.3.9). Nous avons déterminé le capital excédentaire d'UFF par référence au seuil d'alerte fixé par la Société dans le cadre de son processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres (ICAAP⁵⁴), égal à 17%⁵⁵ de ses actifs pondérés en fonction des risques, soit 72,7 M€ à cette même date.

Le capital excédentaire s'élève ainsi à 37,2 M€ au 30 juin 2022.

Il convient de noter que l'hypothèse de taux cible du capital réglementaire n'a pas d'incidence significative sur la valeur théorique de l'Action, puisqu'une distribution de tout ou partie du capital excédentaire entraîne (i) une hausse mécanique du coût des fonds propres (§ 3.5.1.2), en lien avec le rehaussement du risque supporté par les actionnaires et (ii) une baisse des produits d'intérêts liés à la rémunération de la trésorerie faisant l'objet d'une distribution. Nous avons réalisé des analyses de sensibilité sur la structure cible des fonds propres prudentiels (§ 3.5.1.6).

3.1.5. Données d'atterrissage au 31 décembre 2022

En complément des données issues de la situation intermédiaire au 30 juin 2022, nos travaux d'évaluation intègrent les données d'atterrissage au 31 décembre 2022 qui nous ont été transmises par la Direction, à l'appui notamment de son dernier arrêté mensuel à fin novembre 2022.

⁵³ En ce compris les données de *reporting* au 30 novembre 2022.

⁵⁴ L'ICAAP (Internal Capital Adequacy Assessment Process) est un processus interne mis en œuvre par les banques pour vérifier l'adéquation de leurs fonds propres au regard de l'ensemble des risques encourus.

⁵⁵ En cas de franchissement des limites ou seuils d'alerte définis dans la déclaration d'appétence pour le risque, un dispositif d'information et d'alerte est mis en place.

Ces données d’atterrissage ne remettent pas en cause la trajectoire du dernier plan d’affaires élaboré par la Direction, que nous avons exploité dans le cadre de l’Évaluation Multicritère.

3.1.6. Patrimoine immobilier détenu par le Groupe

Le Groupe est propriétaire de deux ensembles immobiliers rattachés respectivement au siège social à Paris et à un établissement à Boulogne-Billancourt, à usage de bureaux pour une partie de ses salariés.

La valeur vénale de ce patrimoine immobilier est estimée pluriannuellement par un expert immobilier indépendant mandaté par la Société (l’« **Expert Immobilier** »).

Afin de tenir compte de l’incidence du patrimoine immobilier sur la valeur de l’Action, nous avons :

- demandé à la Société de mandater l’Expert Immobilier afin qu’il actualise ses estimations antérieures de la valeur vénale des ensembles immobiliers⁵⁶ ;
- mandaté notre propre expert immobilier afin qu’il vérifie le choix et la régularité des méthodes d’évaluation ainsi que la pertinence des valeurs et des hypothèses de travail de son confrère⁵⁷.

La valeur vénale du patrimoine immobilier du Groupe a été estimée à **81,4 M€**.

Compte tenu du projet de regroupement géographique des équipes d’UFF sur un site unique⁵⁸, indépendamment du projet d’Offre, nous avons estimé, dans le cadre de nos travaux d’Évaluation Multicritère, l’incidence :

- d’une cession hypothétique⁵⁹ du patrimoine immobilier, en intégrant la fiscalité latente et l’impact estimé sur les exigences en fonds propres réglementaires ;
- suivie d’une prise en location de nouveaux bureaux pour accueillir les salariés du Groupe travaillant actuellement dans les bureaux situés à Paris et à Boulogne Billancourt. Nous avons tenu compte d’une économie de loyer potentielle en cas de réduction de la surface occupée par rapport aux bureaux actuels.

Sur cette base, nous avons estimé l’incidence d’une cession du patrimoine immobilier suivie d’une location, qui s’établirait selon notre scénario central à **1,5 €** par Action. Nous avons tenu compte de cet impact sur l’ensemble de nos méthodes d’évaluation.

⁵⁶ Cette demande a eu pour simple conséquence d’avancer le calendrier d’intervention de l’Expert Immobilier pour qu’il puisse remettre ses conclusions avant l’émission du Rapport.

⁵⁷ L’expert immobilier que nous avons mandaté a estimé que les valeurs vénales retenues par l’Expert Immobilier étaient en conformité et en adéquation avec le marché et que les standards professionnels étaient respectés.

⁵⁸ Nous comprenons que ce regroupement géographique, mentionné dans le Projet de Note d’Information, n’a à ce jour pas été initié.

⁵⁹ Le regroupement des équipes sur un site unique n’implique pas nécessairement une cession des actifs immobiliers, ceux-ci pouvant par exemple être donnés en location. Nous comprenons que la Société n’a pris à ce jour aucune décision à ce sujet.

3.1.7. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

Nous avons obtenu le détail des charges supportées par UFF en lien avec la cotation de ses Actions et en avons déduit la valeur actuelle des gains économiques qui pourraient être réalisés par le Groupe dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et de la radiation des Actions (§ 1.4).

Nous avons tenu compte de la valeur actuelle de ces économies de coûts dans notre appréciation du positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de l'Évaluation Multicritère.

3.2. Références écartées

3.2.1. Actif net comptable (ANC) et ANC corrigé

Le Groupe dispose au 30 juin 2022 de capitaux propres part du Groupe à hauteur de 128,4 M€ (§ 2.3.3.9), soit un actif net comptable par Action de 7,9 €. En intégrant la plus-value latente sur le patrimoine immobilier, nette de fiscalité, l'actif net comptable ainsi corrigé ressortirait à 171 M€⁶⁰, soit 10,5 € par Action.

Les références à l'ANC et à l'ANC corrigé sont fournies à titre purement indicatif car elles n'intègrent pas les perspectives futures de croissance et de rentabilité de la Société ni l'incidence des contraintes réglementaires sur la valeur de l'Action.

3.2.2. Valeur nette comptable de la participation d'UFF dans les comptes d'Abeille Vie

La valeur nette comptable de la participation d'UFF dans les comptes d'Abeille Vie reflète le coût d'acquisition historique et ne constitue donc pas une référence pertinente pour apprécier la valeur actuelle de l'Action.

La dernière référence disponible, au 31 décembre 2021, est en outre antérieure à la distribution du dividende complémentaire de 3,0 € par Action⁶¹ intervenue au cours du premier semestre 2022 (le « **Dividende Complémentaire** »).

3.2.3. Valorisation d'UFF dans le cadre du processus d'acquisition d'Aviva France par Aema Groupe

L'Initiateur nous a confirmé ne pas avoir valorisé distinctement UFF au cours du processus d'acquisition d'Aviva France par Aema Groupe finalisé en 2021.

Aema Groupe communique toutefois dans son rapport annuel la ventilation des intérêts minoritaires, correspondant à la quote-part des capitaux propres revenant aux actionnaires minoritaires de ses filiales.

À titre d'information, nous relevons que la valeur comptable des intérêts minoritaires afférente au Groupe, rapportée au nombre d'Actions détenues par les actionnaires minoritaires, est en retrait par rapport au Prix de l'Offre.

⁶⁰ Soit l'ANC (128,4 M€) majoré de la valeur vénale du patrimoine immobilier (81,4 M€) (§ 3.1.6), minoré de la VNC des actifs immobiliers (24,0 M€) (§ 2.3.3.4) et de la fiscalité latente estimée (14,8 M€).

⁶¹ Correspondant au solde du dividende suspendu en avril 2020 dans le contexte de la pandémie.

3.2.4. Transactions récentes sur le capital de la Société

Nous n'avons identifié aucune transaction récente hors marché sur le capital de la Société, et aucune transaction de cette nature n'a été portée à notre connaissance.

Nous avons par ailleurs obtenu confirmation que l'Initiateur et ses filiales n'ont réalisé aucune opération significative sur le capital de la Société au cours des dix-huit derniers mois à un prix supérieur au Prix de l'Offre.

3.3. Éventuelles manifestations d'intérêt récentes

La Direction et l'Initiateur nous ont confirmé l'absence, à leur connaissance, de manifestations d'intérêt récentes pour l'acquisition de tout ou partie du capital de la Société, formulées à des conditions plus favorables que le Prix de l'Offre.

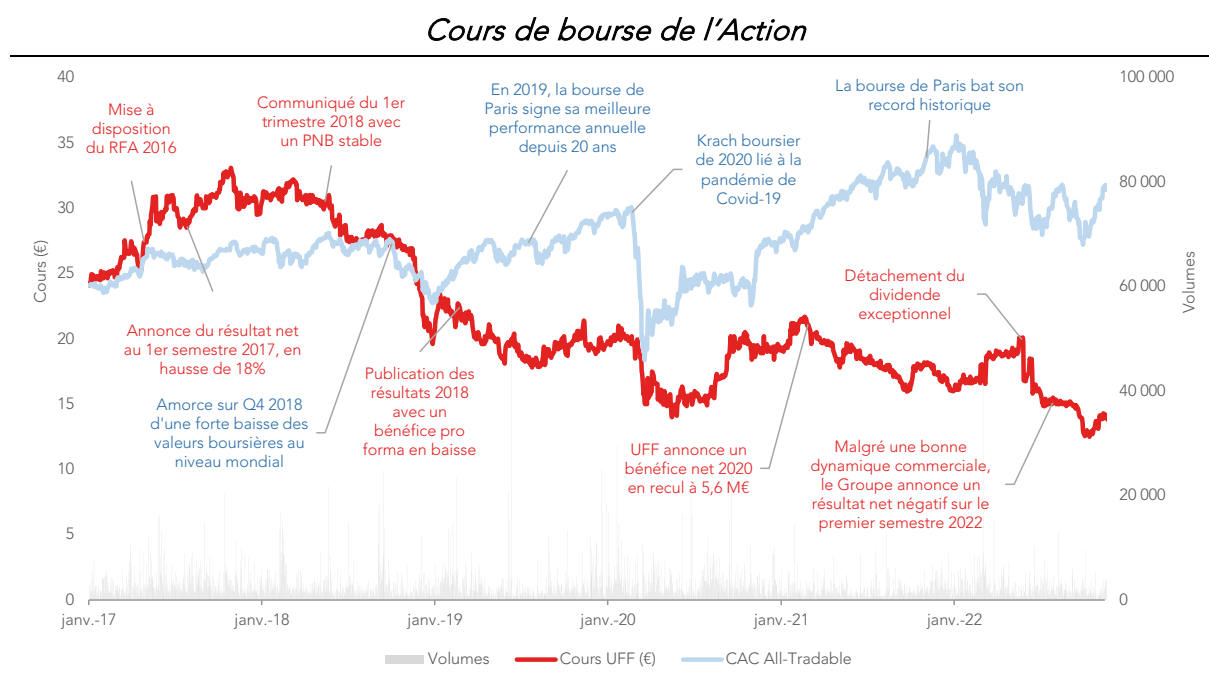
3.4. Références boursières

3.4.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris⁶².

Nous nous référons, dans notre analyse du cours de bourse de l'Action, à la date du 25 novembre 2022, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre le 28 novembre 2022.

Nous présentons, ci-après, l'évolution depuis début 2017 du cours de l'Action parallèlement à celle de l'indice boursier français CAC All Tradable (l'« **Indice de Référence** ») :



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation de l'évolution de l'Action :

⁶² Sous le code ISIN FR0000034548 ; mnémonique : UFF.

- > en 2017, les communiqués de la Société, qui font état de résultats en croissance, soutiennent le cours de l'Action qui surperforme l'Indice de Référence et affiche une progression annuelle de 25% pour s'établir à 30 € à fin décembre 2017 ;
- > en 2018, les premiers indicateurs publiés par la Société semblent freiner la progression du cours de l'Action, qui enregistre, au même titre que le reste du marché, une forte baisse sur le dernier trimestre, caractérisé entre autres par la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine et le parcours laborieux du Brexit. Au 31 décembre 2018, le cours clôture à près de 21 € ;
- > en 2019, alors que la bourse de Paris enregistre sa meilleure performance annuelle depuis 1999, le cours de l'Action évolue à la baisse au cours du premier semestre, au cours duquel la Société publie ses comptes 2018, avec un recul du bénéfice *pro forma*. L'Action clôture en fin d'année à environ 20 €, après avoir enregistré une performance sur le second semestre globalement en ligne avec celle du marché ;
- > en 2020, les rendements de l'Action et de l'Indice de Référence sont corrélés, bien que le cours de l'Action soit affecté dans une moindre mesure par le krach boursier intervenu au cours du premier semestre. À la fin de l'année, le cours de l'Action converge vers son niveau d'avant crise et s'établit à 19 € ;
- > en 2021, alors que l'Indice de Référence poursuit sa progression et atteint des niveaux record, le cours de l'Action s'inscrit dans une tendance baissière dès le premier trimestre au cours duquel le Groupe présente ses résultats 2020 en repli. Au 31 décembre 2021, le cours de l'Action clôture à environ 16 € ;
- > en 2022, l'Indice de Référence présente une forte volatilité. Le cours de l'Action est affecté au mois de mai par le détachement du Dividende Complémentaire de 3,0 € par Action. Au dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, l'Action clôture à 13,9 €.

Nous présentons, ci-après, les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») de l'Action à la Date de Référence Boursière⁶³ :

CMPV de l'Action	
€	25-nov.-22
Spot (clôture)	13,9
20 séances	13,9
60 séances	13,6
120 séances	15,0
180 séances	15,9
250 séances	15,4
12 mois	15,3
Plus bas 12 mois	12,5
Plus haut 12 mois	18,2

Source : Bloomberg

⁶³ Les références boursières antérieures à la date de détachement du Dividende Complémentaire ont été ajustées à due concurrence du montant versé.

Nous présentons également, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les 12 derniers mois :

Rotation de l'Action	
	25-nov.-22
Volume échangé 12 mois	901 655
Flottant	4 042 221
Rotation du flottant (%)	22%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Les volumes échangés au cours des douze derniers mois illustrent la liquidité restreinte de l'Action, avec une rotation annuelle représentant environ 22% du flottant.

3.4.2. Cours cible des analystes

L'Action fait l'objet, à notre connaissance, d'un suivi par un seul analyste⁶⁴, dont le cours cible avant l'annonce de l'Offre⁶⁵ était de **14 €**, en-deçà du Prix de l'Offre.

À titre indicatif, nous relevons que la trajectoire de résultat net prévisionnel retenue par Kepler Cheuvreux est plus volontariste que celle du Plan d'Affaires UFF à court et moyen terme (§ 3.5.1.1). Les estimations de l'analyste en fin de période explicite de prévisions⁶⁶ sont en revanche plus prudentes.

À l'issue de l'annonce de l'Offre, l'analyste a aligné son cours cible sur le Prix de l'Offre.

3.5. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de dividendes ou *Dividend Discount Model* (§ 3.5.1).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.5.2) et aux multiples transactionnels (§ 3.5.3).

3.5.1. Valorisation intrinsèque (DDM)

3.5.1.1. Rappel du principe de la méthode DDM

La méthode du *Dividend Discount Model* (« **DDM** ») consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs susceptibles d'être distribués aux actionnaires. La valeur de l'Action est ainsi déterminée par l'actualisation des dividendes prévisionnels au coût des fonds propres (§ 3.5.1.2).

Les dividendes prévisionnels ont été modélisés à partir du plan d'affaires qui nous a été transmis par la Société (le « **Plan d'Affaires UFF** ») (§ 3.5.1.3), en tenant compte des contraintes réglementaires de fonds propres.

La contrainte réglementaire de fonds propres a été modélisée sur la base :

⁶⁴ Kepler Cheuvreux.

⁶⁵ Dernière note publiée en date du 14 novembre 2022.

⁶⁶ Sous-tendant le calcul de la valeur terminale en évaluation intrinsèque.

- d'un ratio de CET1 cible de 17% correspondant au seuil d'alerte fixé par la Société dans le cadre de son processus ICAAP (§ 3.1.4) ;
- des projections de RWA intégrant l'évolution des exigences en matière de réglementation bancaire.

Nous avons également mis en œuvre la méthode DDM à partir des données prévisionnelles établies par l'Initiateur aux bornes du Groupe (le « **Plan d'Affaires Initiateur** ») (§ 3.5.1.4), en suivant la même méthodologie.

3.5.1.2. Coût des fonds propres

Nous avons déterminé le coût des fonds propres à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF), en retenant les paramètres suivants :

- un taux sans risque de **2,6%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT⁶⁷ à échéance 10 ans ;
- un beta action estimé à **1,11** sur la période prévisionnelle à partir d'une analyse de régression effectuée sur notre panel de Comparables Boursiers⁶⁸ (§ 3.5.2.1) et en tenant compte de la structure cible de capital réglementaire d'UFF ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,4%**⁶⁹.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable aux flux prévisionnels de dividendes a été estimé à **9,8%** :

Coût des fonds propres	
Facteur	
Taux sans risque	2,6%
Beta endetté	1,11
Rendement de marché	9,0%
Prime de risque	6,4%
Coût des fonds propres	9,8%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Nous rappelons que, toutes choses égales par ailleurs, une baisse (hausse) du taux cible de capital entraîne une hausse (baisse) du coût des fonds propres.

3.5.1.3. Plan d'Affaires UFF

La Direction a actualisé en novembre 2022 le Plan d'Affaires UFF sur la base :

- d'un atterrissage des performances financières de l'exercice 2022 ;

⁶⁷ Obligations Assimilables du trésor.

⁶⁸ Nous avons mis en évidence, au sein de notre échantillon de Comparables Boursiers, la corrélation entre le niveau de fonds propres prudentiels des Comparables Boursiers et le beta de leur action. La formule de régression a ensuite été appliquée à la structure cible de capital réglementaire d'UFF prise en compte dans la méthode DDM. L'analyse de régression est présentée en **Annexe 8**.

⁶⁹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** (source : Ledouble, 30 novembre 2022), qui, sous déduction d'un taux sans risque de **2,6%**, induit une prime de risque de **6,4%**.

- du budget 2023 mis à jour, complété d'une trajectoire à moyen terme incluant des données prévisionnelles jusqu'en 2027 (l'« **Horizon Explicite** »).

Le Plan d'Affaires UFF a été présenté au Conseil d'Administration du 21 décembre 2022, qui l'a validé.

La trajectoire du Plan d'Affaires UFF repose sur les hypothèses clés⁷⁰ suivantes :

- une croissance continue de plus de 5% par an du PNB, qui résulterait :
 - d'une croissance soutenue de près de 6% des commissions de placement grâce à une hausse de la collecte brute moyenne par conseiller et d'un maintien du taux moyen de commissionnement ;
 - combinée à une croissance des commissions sur encours, qui résulterait à la fois d'une hausse progressive de la collecte commerciale et de l'orientation favorable du marché actions à moyen terme⁷¹ ;
- une maîtrise des charges d'exploitation, qui augmenteraient à un rythme modéré de l'ordre de 3% par an, malgré l'inflation attendue sur l'Horizon Explicite et les objectifs de recrutement des conseillers pour soutenir la dynamique commerciale⁷² ;
- une progression des actifs pondérés en fonction du risque, de l'ordre de 5% par an intégrant les effets attendus de la réforme Bâle III (§ 2.1.5).

Ces hypothèses se traduisent par une croissance annuelle moyenne du résultat net d'environ 40% sur l'Horizon Explicite, le niveau de rentabilité convergeant en fin de période vers celui observé avant la crise sanitaire⁷³.

Nous sommes d'avis que les estimations et les hypothèses retenues par la Direction sont réalistes, le Plan d'Affaires UFF étant néanmoins volontariste, compte tenu notamment :

- de la dégradation des performances financières du Groupe au cours des derniers exercices (§ 2.3.1) ;
- des principaux indicateurs de conjoncture européenne et internationale, l'environnement économique incertain pouvant se traduire à court ou moyen terme par une instabilité et/ou un repli des marchés financiers susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'activité et les performances financières d'UFF ;
- de l'intensité concurrentielle sur le marché du conseil en gestion de patrimoine et de la pression sur les marges qui en résulte (§ 2.4) ;
- du coût qui serait supporté par le Groupe en cas de mise en œuvre du projet potentiel de transformation informatique⁷⁴, qui n'est pas intégré dans la trajectoire du Plan d'Affaires UFF. La Direction nous a indiqué à ce titre que le risque d'exécution de ce dernier serait renforcé si ce projet n'était pas mis en œuvre.

⁷⁰ L'hypothèse du taux de distribution des résultats nets prévisionnels n'a pas d'incidence sur les résultats de nos travaux d'évaluation puisque nous actualisons l'ensemble des bénéfices distribuables sous la seule contrainte de la structure cible de capital.

⁷¹ Le Plan d'Affaires UFF repose sur un modèle intégrant des hypothèses relatives à l'évolution de l'indice CAC 40.

⁷² Le Plan d'Affaires UFF table sur une croissance annuelle moyenne d'environ 5% de l'effectif commercial.

⁷³ Soit le niveau de rentabilité observé en 2018 et 2019.

⁷⁴ La Direction n'est pas en mesure à ce stade de chiffrer de façon fiable les conséquences de ce projet, tant sur le plan des investissements que sur celui des gains et des économies de charges qui pourraient en résulter.

L'évolution des marchés financiers étant par nature difficilement prédictible, et ayant une incidence sur les données prévisionnelles et notre estimation de la valeur de l'Action, nous avons demandé à la Direction de simuler deux scénarios alternatifs traduisant une évolution plus ou moins favorable du marché actions (§ 3.5.1.6).

3.5.1.4. Plan d'Affaires Initiateur

Nous avons également exploité le Plan d'Affaires Initiateur mis à notre disposition, exploité par l'Établissement Présentateur (§ 4.2).

La trajectoire du Plan d'Affaires Initiateur intègre les données d'atterrissage 2022, le budget 2023 et certaines données prévisionnelles communiqués par la Direction. Elle est par conséquent très proche de celle du Plan d'Affaires UFF, et diffère essentiellement sur un léger décalage dans le choix de certains paramètres financiers.

En définitive, le Plan d'Affaires Initiateur table en fin d'Horizon Explicite sur un objectif de PNB quasiment identique et un niveau de rentabilité légèrement supérieur à celui prévu par la Direction.

Les agrégats 2023 et 2024 des deux plans d'affaires étant identiques ou très proches, nous avons mis en œuvre les méthodes d'évaluation analogique sur la base du seul Plan d'Affaires UFF. Nous présentons toutefois, à titre d'information, les résultats de la valorisation intrinsèque de l'Action par référence au Plan d'Affaires Initiateur (§ 3.5.1.7).

3.5.1.5. Hypothèses retenues pour le calcul de la valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur un flux normatif déterminé à partir des estimations transmises par la Direction pour 2027, dernière année de l'Horizon Explicite.

Nous avons capitalisé le flux normatif à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro, en retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,0%, en ligne avec les perspectives d'inflation à long terme et le taux de croissance intégré dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché pour le calcul du taux d'actualisation (§ 3.5.1.2).

Le taux de distribution des dividendes n'a pas d'incidence sur notre estimation du flux normatif qui est déterminé à partir du résultat net distribuable sous la seule contrainte du niveau de fonds propres prudentiels⁷⁵.

⁷⁵ Nous considérons ainsi implicitement que la Société distribue l'intégralité de son bénéfice distribuable, en tenant compte d'une variation normative de ses actifs pondérés en fonction des risques.

3.5.1.6. Synthèse de la valorisation DDM – Plan d’Affaires UFF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l’Action aux variations croisées du taux d’actualisation⁷⁶ et du taux de croissance à l’infini⁷⁷ retenu dans le calcul de la valeur terminale :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)					
Taux de croissance normatif	Taux d'actualisation				
	10,8%	10,3%	9,8%	9,3%	8,8%
2,5%	14,4 €	15,2 €	16,1 €	17,2 €	18,4 €
2,3%	14,2 €	14,9 €	15,8 €	16,8 €	17,9 €
2,0%	13,9 €	14,7 €	15,5 €	16,4 €	17,5 €
1,8%	13,7 €	14,4 €	15,2 €	16,1 €	17,1 €
1,5%	13,5 €	14,2 €	14,9 €	15,8 €	16,7 €

Sur la base du Plan d’Affaires UFF, la valeur centrale de l’Action ressort à **15,5 €**, dans une fourchette de valeurs de **14,4 € à 16,8 €**.

Nous avons également mené des analyses de sensibilité de la valeur de l’Action à une variation des marchés actions⁷⁸ :

- une hausse de 500 points de l’indice CAC 40 sur l’ensemble de l’Horizon Explicite⁷⁹ conduirait à une valeur de l’Action de **17,8 €**, soit une variation de + 2,3 € ;
- une baisse de 500 points de l’indice CAC 40 sur l’ensemble de l’Horizon Explicite⁸⁰ conduirait corrélativement à une valeur de l’Action de **13,4 €**, soit une variation de la valeur de l’Action de -2,1 €.

La structure cible du capital réglementaire a une incidence négligeable sur notre estimation de la valeur théorique de l’Action, compte tenu de l’impact de la distribution du capital excédentaire sur le risque supporté par les actionnaires et le coût des fonds propres induit⁸¹, ainsi que sur les intérêts perçus par le Groupe au titre de la rémunération de la trésorerie.

À titre indicatif, le relèvement (ou l’abaissement) de 100 points de base du taux cible de fonds propres prudentiels a un impact net sur la valeur de l’Action inférieur à 0,1 €.

⁷⁶ Pas de 50 points de base.

⁷⁷ Pas de 25 points de base.

⁷⁸ Le modèle sous-tendant le Plan d’Affaires UFF ne permet pas de simuler de façon fiable une variation des taux d’intérêts sur le marché. Une hausse (baisse) des taux d’intérêt aurait notamment pour conséquences une baisse (hausse) des encours obligataires, qui pourrait être compensée en partie par une hausse (baisse) de la rémunération de la trésorerie. La France évoluant encore dans un environnement de taux bas, nous sommes d’avis qu’une hausse des taux d’intérêt est plus probable qu’une baisse. La Direction nous a confirmé qu’une hausse des taux d’intérêt serait de nature à dégrader les performances financières du Groupe.

⁷⁹ L’indice CAC 40 s’établirait ainsi en fin d’Horizon Explicite à environ 7.500 points.

⁸⁰ L’indice CAC 40 s’établirait ainsi en fin d’Horizon Explicite à environ 6.500 points, soit un niveau proche de celui observé actuellement.

⁸¹ À titre indicatif, le relèvement (ou l’abaissement) de 100 points de base du taux cible de fonds propres prudentiels (exprimé en pourcentage des actifs pondérés en fonction des risques) a un impact d’environ 20 points de base à la baisse (ou à la hausse) sur le coût des fonds propres estimé selon la méthodologie décrite *supra* (§ 3.5.1.2).

3.5.1.7. Synthèse de la valorisation DDM – Plan d’Affaires Initiateur

Sur la base du Plan d’Affaires Initiateur, la valeur centrale de l’Action ressort à **16,9 €**, dans une fourchette de valeurs de 15,7 € à 18,4 € :

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l’Action (€)

Taux de croissance normatif	Taux d’actualisation				
	10,8%	10,3%	9,8%	9,3%	8,8%
2,5%	15,7 €	16,6 €	17,7 €	18,9 €	20,3 €
2,3%	15,4 €	16,3 €	17,3 €	18,4 €	19,7 €
2,0%	15,1 €	16,0 €	16,9 €	18,0 €	19,2 €
1,8%	14,9 €	15,7 €	16,6 €	17,6 €	18,8 €
1,5%	14,7 €	15,4 €	16,3 €	17,2 €	18,3 €

3.5.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l’Action par référence aux multiples issus d’un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

3.5.2.1. Constitution de l’échantillon des Comparables Boursiers

Il n’existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à UFF réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes de taille, de modèle économique et de zones d’implantation.

Nous avons toutefois constitué un panel composé de plusieurs acteurs européens cotés positionnés sur le conseil en gestion de patrimoine ou sur des métiers connexes et soumis à une réglementation bancaire.

Notre échantillon de Comparables Boursiers est détaillé en **Annexe 9**. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières⁸² :

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers (Md€)

Société	Pays	Capitalisation boursière
Julius Baer	Suisse	10,7
Hargreaves Lansdown	Royaume-Uni	4,6
Banca Generali	Italie	3,5
VZ Holding	Suisse	2,9
Rathbones	Royaume-Uni	1,4
VP Bank	Liechtenstein	0,6
Brooks Macdonald	Royaume-Uni	0,4
Moyenne		3,4

Source : Bloomberg

⁸² En moyenne 3 mois.

3.5.2.2. Choix des agrégats

Nous avons écarté les multiples issus de la régression permettant d'analyser le positionnement des multiples de fonds propres comptable (« P/B »⁸³) par rapport à leur rendement (« ROE »⁸⁴). La pertinence de cette approche, habituellement menée sur le secteur bancaire, est à notre avis limitée pour les acteurs du conseil en gestion de patrimoine dont la structure bilancielle n'intègre pas les actifs sous gestion.

Nous avons privilégié les multiples de résultat net (« P/E »⁸⁵) sur la période couverte par les analystes.

Nous avons, à titre de recoupement, estimé la valeur de l'Action à partir de l'analyse de régression entre les multiples d'actifs sous gestion (« P/AuM »⁸⁶) et la rentabilité générée par ces actifs.

Pour déterminer les multiples de chacun des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés à leur capitalisation boursière en moyenne 3 mois et aux consensus publiés par les analystes.

3.5.2.3. Ajustements opérés sur les multiples

L'application directe des multiples bruts aux agrégats 2023 et 2024⁸⁷ d'UFF ne permet pas :

- de tenir compte des spécificités liées aux structures bilanciennes d'UFF et des Comparables Boursiers, le Groupe disposant de fonds propres prudeniels comparativement plus élevés que le reste de l'échantillon⁸⁸ ;
- de capter le potentiel de valeur lié aux perspectives à plus long terme attendues par la Direction.

Afin d'améliorer la pertinence des résultats, nous avons par conséquent :

- retraité les multiples des Comparables Boursiers de l'impact du capital excédentaire⁸⁹ afin de prendre en compte de manière distincte dans la valeur de l'Action le montant du capital excédentaire dont dispose UFF ;
- ajusté les multiples de résultat net pour tenir compte du différentiel de croissance observé entre les Comparables Boursiers et UFF. Cet ajustement a été réalisé à partir du modèle « H », qui permet d'approcher la valeur d'une action en tenant compte d'une phase de croissance initiale plus soutenue⁹⁰. Nous avons, à titre de

⁸³ Price-to-Book.

⁸⁴ Return on Equity.

⁸⁵ Price-to-Earnings.

⁸⁶ Price-to-Assets under Management.

⁸⁷ Période couverte par la plupart des analystes suivant les titres des Comparables Boursiers.

⁸⁸ Au prorata des actifs pondérés en fonction du risque.

⁸⁹ Ce retraitement consiste à :

- déduire le capital excédentaire des Comparables Boursiers de leur capitalisation boursière ;
- minorer leurs résultats nets prévisionnels de la rémunération du capital excédentaire.

⁹⁰ Selon le modèle H, la valeur actuelle « V » d'une action distribuant un flux de dividende initial « D₀ » peut être estimée avec la formule suivante, en supposant une phase de croissance initiale plus soutenue et une convergence linéaire vers le taux de croissance perpétuelle : $V = [D_0 H (g_1 - g_2)] / (r - g_2) + [D_0 (1 + g_2) / (r - g_2)]$

où :

- H correspond à la moitié de la durée de la phase de croissance initiale ;
- g₁ est le taux de croissance initial ;

recoupement, comparé les résultats obtenus à partir d'un modèle alternatif basé sur les taux de croissance composés⁹¹ ;

- déterminé les multiples d'actifs sous gestion d'UFF en prenant en compte la rentabilité normative attendue par la Direction en fin d'Horizon Explicite⁹².

3.5.2.4. Multiples obtenus

Les multiples obtenus ressortent en moyenne :

- à 24,2 x RN 2023^e et 16,0 x RN 2024^{e93} ;
- entre 1,8% et 2,0% de la valeur des actifs d'UFF sous gestion⁹⁴.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires UFF.

3.5.2.5. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

La valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs de :

- 14,9 € à 15,5 € en appliquant les multiples de résultat net ;
- 14,6 € à 16,6 € en appliquant les multiples d'actifs sous gestion.

Ces valeurs intègrent l'incidence du patrimoine immobilier détenu par le Groupe (§ 3.1.6).

3.5.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues sur le marché du conseil en gestion de patrimoine (les « **Transactions Comparables** ») sur une période d'observation de 5 ans à compter du 1^{er} janvier 2018, présentées en **Annexe 12**⁹⁵.

-
- g_2 est le taux de croissance perpétuelle à l'issue de la phase de croissance initiale ;
 - r est le coût des fonds propres.

⁹¹ Selon ce modèle, le multiple ajusté de la Société peut être déterminé à partir du multiple moyen des Comparables Boursiers, en tenant compte du différentiel de taux de croissance composite avec la formule suivante : $\text{Multiple ajusté} = 1 / [(1 / \text{Multiple Peers}) + g_1 - g_2]$

où :

- Multiple Peers correspond au multiple moyen des Comparables Boursiers ;
- g_1 correspond au taux de croissance moyen composé des Comparables Boursiers ;
- g_2 correspond au taux de croissance moyen composé de la Société.

Les résultats obtenus à partir de ce modèle alternatif sont équivalents à ceux obtenus à partir du modèle H.

⁹² En tenant compte également de l'écart, sur l'Horizon Explicite, entre les bénéfices réellement attendus par la Direction et les bénéfices qui résulteraient du taux de rentabilité normative.

⁹³ Le détail des multiples boursiers de résultat net est présenté en **Annexe 10**.

⁹⁴ L'analyse de régression sous-tendant les multiples d'actifs sous gestion est détaillée en **Annexe 11**.

⁹⁵ Notre échantillon de Transactions Comparables n'inclut pas les opérations suivantes pour lesquelles les informations dont nous disposons ne permettent pas d'extérioriser les multiples de résultats nets :

- acquisition de Natixis Wealth Management par Massena Partners en 2018 ;
- acquisition de Primonial par Latour en 2019 ;
- acquisition de Cyrus Conseil par Bridgepoint en 2020 ;
- acquisition de Herez par Florac en 2020 ;
- acquisition de Crystal par Apex Partners en 2020.

Nous avons valorisé le Groupe sur la base du multiple moyen de résultat net extériorisé par les Transactions Comparables, en retraitant les primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs⁹⁶.

Le multiple moyen retraité ressort entre 14,7x et 15,8x⁹⁷ ; nous avons appliqué ces multiples à l'agrégat 2021 du Plan d'Affaires.

La valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de valeurs de **12,1 € à 12,9 €**.

Ces valeurs intègrent l'incidence du patrimoine immobilier détenu par le Groupe (§ 3.1.6).

3.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, qui mentionne également le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **21,0 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :

Méthode	Valeur / Action (€)			Prime / (Décote)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre	21,0 €					
Références boursières						
Spot au 25 novembre 2022		13,9 €			51%	
20 séances		13,9 €			51%	
60 séances		13,6 €			55%	
120 séances		15,0 €			40%	
180 séances*		15,9 €			32%	
250 séances*		15,4 €			36%	
12 mois*		15,3 €			37%	
Cours cible		14,0 €			50%	
Approche intrinsèque						
DDM - Plan d'Affaires UFF	13,4 €	15,5 €	17,8 €	57%	36%	18%
DDM - Plan d'Affaires Initiateur	15,7 €	16,9 €	18,4 €	34%	24%	14%
Approches analogiques						
Comparables Boursiers						
P/E	14,9 €		15,5 €	41%		35%
P/AuM	14,6 €		16,6 €	43%		26%
Transactions Comparables						
P/E 2021	12,1 €		12,9 €	73%		63%

* Les cours de bourse ont été ajustés du détachement du Dividende Complémentaire de 3,0 € par Action intervenu en mai 2022.

Nous rappelons que le Plan d'Affaires UFF présente à notre avis un caractère volontariste compte tenu notamment de la dégradation des performances financières enregistrées par le Groupe au cours des derniers exercices et de l'environnement économique et financier instable (§ 3.5.1.3).

⁹⁶ Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base d'études internes réalisées par Ledouble et des résultats de l'étude « Primes de contrôle » réalisée en 2018 par PwC sur 2.406 transactions recensées au cours de la dernière décennie en Europe de l'Ouest.

⁹⁷ Les bornes de la fourchette résultent du retraitement des primes de contrôle.

Nous relevons que le Prix de l'Offre :

- extériorise des primes significatives par rapport à l'ensemble des références examinées et aux valeurs issues des différentes méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre :
 - 32% à 55% sur les CMPV des 12 derniers mois ;
 - 50% sur le cours cible publié par l'analyste en charge du suivi du titre UFF ;
 - 24% à 36% sur les valeurs centrales de la méthode DDM que nous considérons la plus adaptée pour estimer la valeur de l'Action ;
 - 26% à 43% sur les valorisations analogiques issues des Comparables Boursiers mises en œuvre à titre de recoupement et plus de 60% sur celles issues des Transactions Comparables ;
- est supérieur aux bornes hautes des fourchettes de valeurs résultant de nos analyses de sensibilité.

4. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Natixis, Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

4.1. Critères et méthodes d'évaluation écartés

Au même titre que l'Établissement Présentateur, nous avons écarté :

- les références à l'ANC et à l'ANC corrigé (§ 3.2.1) ;
- la valorisation analogique basée sur des multiples de fonds propres comptables (§ 3.5.2.2).

4.2. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Les critères examinés et les approches d'évaluation mises en œuvre par Natixis et Ledouble sont identiques.

Nous avons toutefois :

- exploité les deux trajectoires du Plan d'Affaires UFF et du Plan d'Affaires Initiateur ; seule la trajectoire du Plan d'Affaires Initiateur a été modélisée par l'Établissement Présentateur ;
- mis en œuvre, à titre de recoupement, une valorisation analogique par les multiples d'actifs sous gestion (3.5.2.2), qui n'ont pas été exploités par l'Établissement Présentateur.

4.3. Paramètres techniques

Le coût des fonds propres utilisé dans la méthode DDM a été estimé à 10,5% par Natixis et à 9,8% par Ledouble.

Pour le calcul de la valeur terminale, l'Établissement Présentateur a retenu un taux de croissance perpétuelle de 2,2%, alors que nous l'avons fixé à 2,0%⁹⁸.

Les écarts relevés sur les taux d'actualisation et de croissance perpétuelle ont un impact net de 1,1 € par Action (§ 4.4).

⁹⁸ Les taux de croissance perpétuelle ne sont pas directement comparables, car l'Établissement Présentateur tient compte d'un taux cible de distribution des dividendes, alors que nous modélisons une distribution intégrale du résultat net prévisionnel sous contrainte de fonds propres. Ainsi, bien que notre taux de croissance perpétuelle soit inférieur à celui de l'Établissement Présentateur, notre estimation du flux normatif basé sur le Plan d'Affaires Initiateur est supérieure à celle de Natixis.

4.4. Valorisation intrinsèque DDM

La valeur centrale de l'Action selon l'approche intrinsèque s'établit à **16,0 €** pour Natixis et à **16,9 €** pour Ledouble sur la base du Plan d'Affaires Initiateur⁹⁹, soit un écart de **0,9 €** qui résulte :

- du choix des paramètres techniques (+1,1 €) ;
- de la modélisation des flux prévisionnels de dividendes (-0,5 €)¹⁰⁰.
- de l'estimation de l'incidence du patrimoine immobilier (+0,4 €).

4.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Les échantillons de comparables boursiers respectifs se recoupent en partie, et les différences relevées n'ont pas d'incidence significative sur les résultats obtenus¹⁰¹. Nous avons ainsi :

- au sein du panel de comparables boursiers constitué par Natixis, exclu les sociétés Saint James Place et Quilter soumises à la réglementation Solvency II ainsi que les sociétés Fineco Bank et MLP SE compte tenu de la répartition de leurs activités ;
- retenu la société VP Bank qui satisfait à nos critères de sélection, mais qui n'a pas été sélectionnée par l'Établissement Présentateur.

La valorisation analogique réalisée à partir des multiples boursiers de résultat net 2023^e, intégrant l'incidence du patrimoine immobilier¹⁰², extériorise des valeurs centrales respectivement de 8,3 € et 14,9 € pour Natixis et Ledouble, soit un écart de 6,6 €.

Cet écart résulte essentiellement des retraitements que nous avons opérés sur les multiples de marché pour tenir compte des spécificités d'UFF (+6,9 €¹⁰³) ; les autres différences méthodologiques relevées¹⁰⁴ n'ont pas d'incidence significative (-0,4 €).

⁹⁹ Nous avons analysé les écarts de valeurs sur la base du Plan d'Affaires Initiateur, qui correspond à la seule trajectoire modélisée à la fois par Natixis et par Ledouble. Pour mémoire, les écarts de trajectoires entre les deux plans d'affaires ont un impact de 1,4 € sur nos estimations de la valeur de l'Action : 16,9 € versus 15,5 € (§ 3.5 et § 3.6).

¹⁰⁰ En particulier, l'Établissement Présentateur détermine le capital excédentaire à la fin de l'Horizon Explicite, alors que nous avons modélisé la contrainte de fonds propres prudentiels sur l'ensemble de l'Horizon Explicite.

¹⁰¹ Nous comparons les résultats obtenus à partir des multiples de résultat net, mobilisés à la fois par Natixis et par Ledouble.

¹⁰² Pour mémoire, la borne basse de l'Établissement Présentateur s'entend hors incidence du patrimoine immobilier.

¹⁰³ Dont un impact de 5,0 € lié au différentiel de croissance entre UFF et les Comparables Boursiers et un impact de 2,0 € lié aux différences de fonds propres prudentiels.

¹⁰⁴ Le choix des comparables boursiers, les modalités d'extraction des multiples et l'estimation de l'incidence du patrimoine immobilier font partie des autres différences méthodologiques relevées.

4.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- les transactions analysées respectivement par Natixis et Ledouble se recoupent partiellement. Les différences relevées sur les panels de transactions respectifs résultent essentiellement de la période analysée¹⁰⁵ et du niveau d'informations disponibles de part et d'autre ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons retraité les primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs.

4.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Comparaison des éléments de valorisation						
En euros	Ledouble			Natixis		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre		21,0 €			21,0 €	
Références boursières⁽¹⁾						
Spot au 25 novembre 2022		13,9 €			13,9 €	
20 séances		13,9 €			13,9 €	
60 séances		13,6 €			13,7 €	
120 séances		15,0 €			15,7 €	
180 séances ⁽²⁾		15,9 €				
250 séances ⁽²⁾		15,4 €				
12 mois ⁽²⁾		15,3 €			15,5 €	
Cours cible		14,0 €			14,0 €	
Approche intrinsèque						
DDM - Plan d'Affaires UFF	13,4 €	15,5 €	17,8 €			
DDM - Plan d'Affaires Initiateur ⁽³⁾	15,7 €	16,9 €	18,4 €	14,8 €		16,0 €
Approches analogiques						
Comparables Boursiers						
P/E ⁽³⁾	14,9 €		15,5 €	7,2 €		11,6 €
P/AuM	14,6 €		16,6 €			
Transactions Comparables						
P/E 2021 ⁽³⁾	12,1 €		12,9 €	14,2 €		15,4 €
P/E 2022 ⁽³⁾				5,2 €		6,4 €

⁽¹⁾ Par simplification, les CMPV 1 mois, 3 mois et 6 mois déterminés par l'Établissement Présentateur sont assimilés dans le tableau ci-dessus aux CMPV 20 séances, 60 séances et 120 séances.

⁽²⁾ Les cours de bourse ont été ajustés du détachement du Dividende Complémentaire de 3,0 € par Action intervenu en mai 2022.

⁽³⁾ La borne basse, déterminée par l'Établissement Présentateur, s'entend hors incidence du patrimoine immobilier.

¹⁰⁵ Nous avons analysé les transactions sur la période 2018 à 2022, alors que l'Établissement Présentateur a étendu son analyse aux transactions intervenues depuis 2013.

5. Analyse des Accords Connexes

Nous avons examiné les Accords Connexes correspondant aux Engagements de Liquidité que l'Initiateur a prévu de conclure, préalablement à l'ouverture de l'Offre, avec les titulaires d'Actions Gratuites Incessibles et/ou Non Acquisées, qui sont reportés dans le Projet de Note d'Information et le Projet de Note d'Information en Réponse.

Les Engagements de Liquidité susceptibles d'être conclus entre l'Initiateur et les titulaires d'Actions Gratuites constituent des promesses d'achat et de vente croisées assurant la liquidité de ces titres à l'expiration de leur période de conservation.

Nous avons pris connaissance de la répartition des Actions Gratuites ainsi que des projets d'Engagements de Liquidité¹⁰⁶, qui appellent de notre part les commentaires suivants :

- les Actions Gratuites visées par les Engagements de Liquidité, représentent un volume de titres non significatif par rapport au nombre total d'Actions en circulation¹⁰⁷ ;
- les projets d'Engagements de Liquidité reposent sur un système de promesses croisées, de sorte que les avantages susceptibles d'être consentis par l'Initiateur aux titulaires des Actions Gratuites¹⁰⁸ trouvent leur contrepartie dans les engagements réciproques pris par les co-contractants ;
- le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente croisées correspond au Prix de l'Offre¹⁰⁹, de sorte que les Engagements de Liquidité ne permettent pas de garantir aux titulaires des Actions Gratuites une liquidité à un prix plus avantageux que celui proposé aux Actionnaires Minoritaires ;
- l'exercice des promesses d'achat et de vente doit intervenir dans un délai raisonnable suivant l'expiration de la période de conservation. En l'absence de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, les Engagements de Liquidité conclus deviendraient par ailleurs caducs.

À l'issue de notre examen des Engagements de Liquidité, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

6. Observations formulées par les Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 29 novembre sur notre site d'informations.

Nous n'avons pas reçu de courrier ni de courriel de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction ou par l'AMF.

¹⁰⁶ À la date d'émission de notre Rapport, les Engagements de Liquidité n'ont pas encore été conclus.

¹⁰⁷ Un nombre maximum de 3.532 Actions Gratuites Incessibles et de 1.564 Actions Gratuites Non Acquisées pourrait être concerné par les Engagements de Liquidité, soit environ 0,03% du capital dilué.

¹⁰⁸ En cas de conclusion des Engagements de Liquidité.

¹⁰⁹ Sauf en cas d'ajustement technique lié, par exemple, à une opération de fractionnement ou de regroupement d'Actions.

7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.5.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, dans la perspective d'un retrait obligatoire, au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Nous avons apprécié le caractère volontariste des trajectoires qui sous-tendent l'Évaluation Multicritère, notamment au regard de notre analyse des performances historiques du Groupe et de l'environnement de marché actuel (§ 2). L'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission de notre Rapport, nous nous sommes assurés que les dernières données d'atterrissage au 31 décembre 2022, mises à notre disposition par la Direction, ne remettaient pas en cause les données prévisionnelles que nous avons exploitées.

Les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 21,0 €, qui extériorise une prime par rapport à l'ensemble des références examinées, de nos valorisations intrinsèques et analogiques intégrant la valeur du patrimoine immobilier et des résultats de nos analyses de sensibilité (§ 3.6).

Les Accords Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 5).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'Actionnaires Minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction ou par les services de l'AMF (§ 6).

8. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes en mesure de conclure sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'UFF dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 22 décembre 2022

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Romain DELAFONT

Associé

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Analyse de régression du beta action des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Multiples boursiers de résultat net	Annexe 10
➤ Analyse de régression des multiples d'actifs sous gestion	Annexe 11
➤ Présentation des Transactions Comparables	Annexe 12
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 13

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



Cabinet Ledouble
A l'attention de Madame Agnès Piniot
8 rue Halévy
75009 Paris

Paris, le 28 novembre 2022

Objet : désignation du cabinet Ledouble en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions d'UFF

Madame,

Dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée déposée le 28 novembre 2022 (l'« **Offre** ») par Abeille Assurances Holding (l'« **Initiateur** » ou « **Abeille Assurances Holding** ») visant la totalité des actions (les « **Actions** ») d'Union Financière de France Banque (« **UFF** » ou la « **Société** ») qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, au prix de 21 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), le conseil d'administration d'UFF (le « **Conseil d'Administration** ») a décidé de nommer, le 25 novembre 2022, sur recommandation du comité ad hoc constitué par le Conseil d'administration (le « **Comité ad hoc**¹ »), le cabinet Ledouble, dont vous êtes présidente, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »).

Votre désignation intervient en application des dispositions du règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après le « **RGAMF** ») prévues aux articles (i) 261-1, I-1° du fait que la Société est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre, (ii) 261-1, I-4° en raison de possibles accords connexes à l'Offre et (iii) 261-1, II en raison de la possible mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS si les conditions sont réunies.

Dans ce cadre, votre cabinet, représenté par Monsieur Romain Delafont (associé) et vous-même, aura pour mission d'évaluer les actions d'UFF et d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application de l'article 262-1 du RGAMF.

Conformément à la proposition que vous avez envoyée le 11 octobre 2022, les diligences qui seront mises en œuvre par votre cabinet dans le cadre de cette mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du RGAMF susvisées et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (telle que modifiée), elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 (telle que modifiée) : la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des activités et de l'environnement d'UFF et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, une valorisation multicritère de l'Action, ainsi qu'une analyse du prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation. En

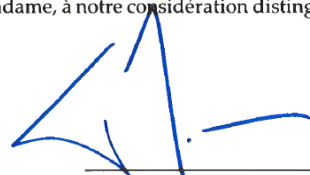
¹ Le Comité *ad hoc* est constitué de Madame Gwendoline CAZENAVE, Madame Sandrine LEMERY et Monsieur Laurent BENOUDIZ, administrateurs indépendants du Conseil d'Administration.

application de ce qui précède, vous restituerez au fur et à mesure vos travaux auprès du Comité ad hoc que vous tiendrez informé d'éventuelles difficultés et avec lequel des réunions de travail seront à planifier.

Dans le cadre de cette mission, UFF fournira à votre cabinet tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents seront considérés comme exacts et exhaustifs et ne feront pas l'objet de vérification particulière.

Votre intervention s'inscrira dans le calendrier fixé par l'Initiateur, à savoir une remise de votre rapport le 22 décembre 2022, étant rappelé que vous disposez, conformément à l'instruction de l'AMF 2006-07 du 28 septembre 2006 (telle que modifiée), d'un délai d'au moins 20 jours de négociation à compter de la réception des principaux documents que vous estimez nécessaires à l'élaboration de votre mission, pour réaliser votre mission jusqu'à la remise de votre rapport.

Nous restons à votre disposition et vous prions de croire, Madame, à notre considération distinguée.



Monsieur Philippe
LABROSSE
Président du Conseil
d'Administration

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

> Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, le Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur et l'Établissement Présentateur
- Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information
- Examen des informations publiques relatives à la Société
- Réalisation d'une étude de marché en lien avec les activités du Groupe et son positionnement sur ce marché
- Examen de l'évolution historique du cours de bourse de l'Action et des dernières notes publiées par l'analyste en charge du suivi de l'Action
- Revue des procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration et des assemblées générales
- Analyse des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe au cours des derniers exercices

> Travaux de valorisation

- Examen critique du Plan d'Affaires UFF et du Plan d'Affaires Initiateur
- Estimation de l'incidence du patrimoine immobilier détenu par le Groupe sur la valeur de l'Action
- Détermination des paramètres structurants de l'Évaluation Multicritère
- Exploitation des informations sectorielles et financières issues de nos bases de données
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Mise en œuvre d'analyses de régression
- Évaluation Multicritère de l'Action et réalisation d'analyses de sensibilité
- Revue du rapport de valorisation établi par l'Établissement Présentateur
- Examen des Accords Connexes

> Élaboration du Rapport

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission d'une lettre de représentation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport
- Administration et supervision de la Mission

> Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 120.000 € hors taxes, en fonction du temps estimé pour la réalisation de la Mission, correspondant à une enveloppe d'environ 500 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Octobre 2022

- Présentation aux administrateurs indépendants d'UFF de notre proposition d'intervention
- Décision des administrateurs indépendants de proposer au Conseil d'Administration la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant
- Contacts préliminaires avec le Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur

> Novembre 2022

- Réunions et échanges avec la Direction, le Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur et l'Établissement Présentateur
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Préparation et envoi de requêtes documentaires
- Réalisation d'une étude de marché en lien avec les activités du Groupe et son positionnement sur ce marché
- Analyse des performances historiques du Groupe
- Examen de l'historique du cours de bourse de l'Action
- Réunion avec les membres du Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et l'approche envisagée par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère
- Analyse du Plan d'Affaires UFF et du Plan d'Affaires Initiateur
- Début de l'Évaluation Multicritère
- Prise de connaissance des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par l'Établissement Présentateur pour le Projet de Note d'Information
- Tenue du Conseil d'Administration désignant Ledouble en qualité d'Expert Indépendant sur proposition du Comité Ad Hoc¹¹⁰
- Rédaction de la lettre de mission¹¹¹
- Examen du Projet de Note d'Information

> Décembre 2022

- Réunions et échanges avec la Direction, le Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur et l'Établissement Présentateur
- Revue juridique
- Suite de l'Évaluation Multicritère
- Mise à jour de nos requêtes documentaires et exploitation des éléments reçus
- Actualisation par l'Expert Immobilier des estimations des valeurs vénales du patrimoine immobilier d'UFF
- Revue par l'expert immobilier mandaté par Ledouble des travaux de l'Expert Immobilier

¹¹⁰ 25 novembre 2022.

¹¹¹ La lettre de mission reprend les termes de notre proposition d'intervention en date du mois d'octobre 2022.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

➤ Décembre 2022 (suite)

- Réunion avec le Comité Ad Hoc sur les résultats provisoires de l'Évaluation Multicritère¹¹²
- Mise à jour de l'Évaluation Multicritère sur la base des dernières données de marché
- Analyse des Accords Connexes
- Rédaction du projet de Rapport
- Présentation du projet de Rapport au Comité Ad Hoc¹¹³
- Tenue du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires UFF¹¹⁴
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse
- Revue indépendante
- Finalisation du Rapport
- Réception des lettres de représentation de la Direction et de l'Initiateur
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc puis au Conseil d'Administration du 23 décembre 2022 avant le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

¹¹² 12 décembre 2022.

¹¹³ 19 décembre 2022.

¹¹⁴ 21 décembre 2022.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

- Fred VIANAS Directeur Général
- Astrid de BRÉON Directrice Générale Déléguée
- Gaël GUEHO Directeur Financier
- Anne TRAN Directrice Juridique

> Comité Ad Hoc

- Gwendoline CAZENAVE Administrateur indépendant
- Sandrine LEMERY Administrateur indépendant
- Laurent BENOUDIZ Administrateur indépendant

> Conseil juridique de la Société et de l'Initiateur

Gide Loyrette Nouel

- Olivier DIAZ Associé
- Agathe DELALANDE Avocat
- Pierre OLIVIER Avocat

> Établissement Présentateur

Natixis

- Françoise NEGRONI Directrice Générale - Strategic Equity Capital Markets
- Christophe RICETTI Directeur - Strategic Equity Capital Markets
- Jérôme PAPIERNY FIG M&A
- Alan L'HÉVÉDER Directeur - Capital Structure & Rating Advisory
- Bertrand DE CORDOÛE Vice-Président - Strategic Equity Capital Markets
- Kévin LI Associate - Strategic Equity Capital Markets

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

> Documentation relative à l'Offre

- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Projets d'Engagements de Liquidité
- Présentation de l'Offre au Conseil d'Administration (novembre 2022)
- Présentation de l'Offre à l'AMF (novembre 2022)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration réuni préalablement à l'annonce du projet de l'Offre (25 novembre 2022)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires (21 décembre 2022)
- Rapport de valorisation de l'Établissement Présentateur

> Documentation relative à UFF

Documentation juridique

- Organigramme du Groupe
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2020 à 2022)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2020 à 2022)
- Suivi des principaux litiges en cours
- Note synthétique et accords mis en place dans le cadre du projet Proxima
- Déclaration d'appétence pour le risque
- Présentation des exercices annuels de la fonction Risque

Informations comptables et financières historiques

- Rapports financiers consolidés annuels et semestriels (2017 à 2022)
- Présentation annuelle des résultats (2017 à 2022)
- États contributifs consolidés (2017 à 2022)
- Données de gestion relatives aux commissions et aux charges de personnel (2017 à 2022)
- Présentation des résultats au comité d'audit (2017 à 2022)
- Budgets annuels consolidés établis au titre des trois derniers exercices (2020 à 2022)
- Détail du calcul du ratio CET 1 et des actifs pondérés en fonction des risques (30 juin 2022 et 30 septembre 2022)
- Reportings produits par le Groupe (31 octobre 2022 et 30 novembre 2022)
- Détail de la preuve d'impôt (2021)

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations financières prévisionnelles

- Détail des derniers tests d'impairment réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes sociaux
- Données d'atterrissage au 31 décembre 2022
- Budget 2023
- Support de présentation de la feuille de route 2023
- Plan d'affaires UFF et Plan d'Affaires Initiateur
- Données prévisionnelles complémentaires en lien avec la structure bilancielle (RWA, capitaux propres consolidés, CET1)
- Analyses de sensibilité intégrant des scénarios alternatifs d'évolution de l'indice CAC 40
- Certificats émis par l'expert immobilier mandaté par Ledouble à l'issue de sa revue des travaux de l'Expert Immobilier
- Notes publiées par l'analyste en charge du suivi du titre de la Société
- Détail des coûts annuels induits par la cotation de l'Action

> Documentation sectorielle

- ACPR, « Paquet bancaire CRR3/CRD6 : de nouvelles règles pour renforcer la résilience des banques européennes », mars 2022
- AMF, « Les données d'activité 2020 des conseillers en investissements financiers », décembre 2021
- BNP Paribas Cardif, « Baromètre 2021 du marché des Conseillers en Gestion de Patrimoine », septembre 2021
- Deloitte et Harvest, « Les CGP : architectes de l'épargne financière des Français », janvier 2020
- Xerfi, « Les stratégies des conseillers en gestion de patrimoine pour renouer avec la croissance », février 2021

> Sites d'informations

Société

- UFF, <https://www.uff.net>

Comparables boursiers

- Banca Generali, <https://www.bancagenerali.com>
- Brooks Macdonald, <https://www.brooksmacdonald.com>
- Hargreaves Lansdown, <https://www.hargreaveslansdown.com>
- Julius Baer, <https://www.juliusbaer.com>
- Rathbones, <https://www.rathbones.com>

- VP Bank, <https://www.vpbank.com>
- VZ Holding, <https://www.vzholding.com>

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>

Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2016 à 2022) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

> **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'Ordre des Experts Comptables

> **Romain DELAFONT, Associé**

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de l'APEI
- Membre de la SFEV

> **Jonathan NILLY, Directeur**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV

> **Nicolas MICHEL, Responsable de mission**

- IESEG School of Management – Master en Finance d'Entreprise
- Faculté de Droit de Lille – Diplôme Universitaire en Droit des Affaires

> **Erwan BOBIN – Analyste**

- NEOMA Business School – Master en Finance d'Entreprise

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

- Olivier Cretté n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 13**
- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Vice-Président de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE¹¹⁵

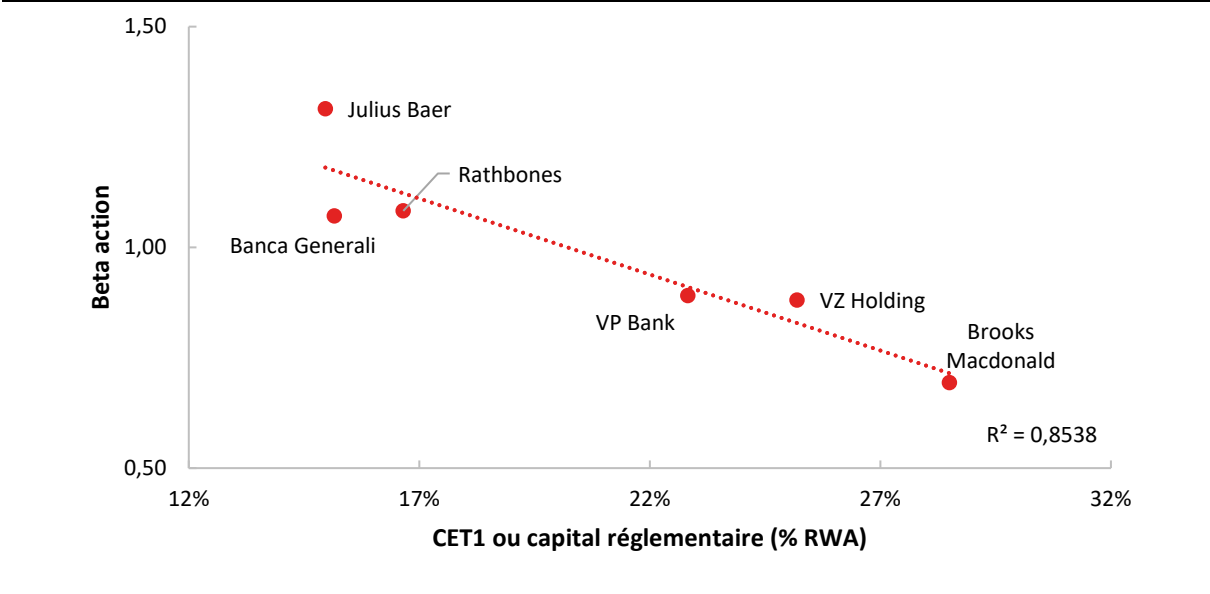
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

¹¹⁵ Depuis 2016.

ANNEXE 8 : ANALYSE DE RÉGRESSION DU BETA ACTION DES COMPARABLES BOURSIERS


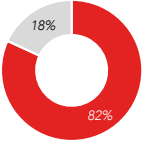

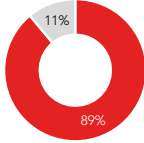
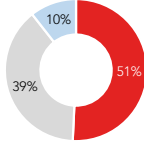

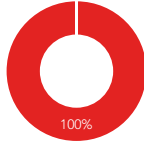



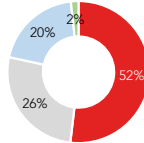

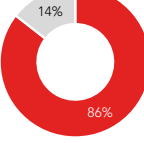
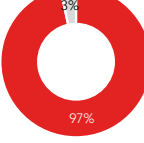

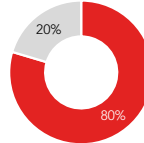
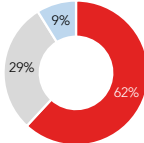

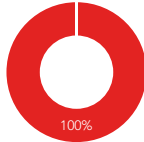

Analyse de régression du beta action



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

ANNEXE 9 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Descriptif des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Capitalisation boursière (3 mois Md€)	CET1 (% RWA)	Résultat net par activité	Résultat net par zone géographique
Banca Generali		Nationalité : Italie Création : 1998 Effectifs : 1.012	3,5	15%	 ■ Banque privée et gestion de patrimoine ■ Autre	Principalement en Italie
Brooks Macdonald		Nationalité : Royaume-Uni Création : 1991 Effectifs : 446	0,4	29%	 ■ Gestion de patrimoine ■ Autre	 ■ Royaume-Uni ■ Ile de Man ■ Channel Islands
Hargreaves Lansdown		Nationalité : Royaume-Uni Création : 1981 Effectifs : 2.042	4,6	n.c.	 ■ Gestion de patrimoine	 ■ Royaume-Uni
Julius Baer		Nationalité : Suisse Création : 1890 Effectifs : 6.727	10,7	15%	 ■ Gestion de patrimoine	 ■ Suisse ■ Asie ■ Reste de l'Europe ■ Amériques
Rathbones		Nationalité : Royaume-Uni Création : 1742 Effectifs : 1.900	1,4	17%	 ■ Gestion de patrimoine ■ Autres	 ■ Royaume-Uni ■ Jersey
VP Bank		Nationalité : Liechtenstein Création : 1956 Effectifs : 935	0,6	23%	 ■ Banque privée et gestion de patrimoine ■ Autres	 ■ Liechtenstein ■ Reste de l'Europe ■ Autres
VZ Holding		Nationalité : Suisse Création : 1991 Effectifs : 1.186	2,9	25%	 ■ Gestion de patrimoine	 ■ Suisse

ANNEXE 10 : MULTIPLES BOURSIERS DE RÉSULTAT NET

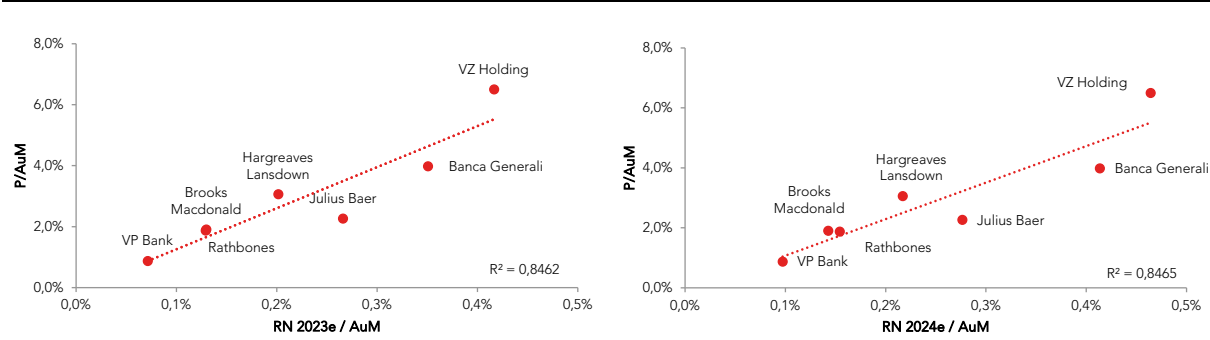
Multiples de résultat net

Société	Multiples bruts		Multiples ajustés du capital excédentaire	
	P/E 2023e	P/E 2024e	P/E 2023e	P/E 2024e
Julius Baer	9,1 x	8,8 x	8,5 x	8,2 x
Hargreaves Lansdown	15,7 x	14,6 x	15,2 x	14,1 x
Banca Generali	12,2 x	10,3 x	11,4 x	9,6 x
VZ Holding	17,3 x	15,6 x	15,6 x	14,0 x
Rathbones	15,4 x	13,0 x	14,5 x	12,2 x
VP Bank	14,6 x	10,9 x	12,2 x	9,0 x
Brooks Macdonald	15,5 x	14,2 x	14,7 x	13,4 x
Moyenne	14,3 x	12,5 x	13,2 x	11,5 x
Facteur d'ajustement lié au modèle "H"			1,8x	1,4x
Moyenne ajustée			24,2x	16,0x

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

ANNEXE 11 : ANALYSE DE RÉGRESSION DES MULTIPLES D'ACTIFS SOUS GESTION

Analyses de régression des multiples d'actifs sous gestion



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

ANNEXE 12 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables - multiples P/E

Date	Cible	Acquéreur	Multiples bruts	Multiples hors primes de contrôle	
				Min	Max
mars-22	Brewin Dolphin	Royal Bank of Canada	29,5x	21,2x	23,0x
sept.-21	True Potential	Cinven Partners	23,8x	17,2x	18,6x
juil.-21	Charles Stanley	Raymond James Financial	26,6x	19,2x	20,8x
avr.-21	Quilter International	Utmost	8,2x	5,9x	6,4x
janv.-21	AFH Financial	Flexpoint Ford	21,7x	15,6x	17,0x
déc.-19	Harwood	Carlyle	16,3x	11,7x	12,7x
déc.-19	BLME	Boubyan Bank of Kuwait	25,2x	19,4x	19,7x
sept.-19	Smith & Williamson	Tilney	16,7x	12,0x	13,0x
juin-18	Speirs & Jeffrey	Rathbone Brothers	14,5x	10,4x	11,3x
Moyenne			20,3x	14,7x	15,8x

Source : MergerMarket, Capital IQ, presse

ANNEXE 13 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Accords Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.



UNION FINANCIÈRE DE FRANCE BANQUE

Offre publique d'achat simplifiée

Addendum à l'attestation d'équité en date du 22 décembre 2022

Le présent addendum à notre rapport d'expertise indépendante en date du 22 décembre 2022 (le « **Rapport** »)¹ est motivé par la réception par l'AMF de trois courriels rédigés de manière anonyme (les « **Courriels** »)².

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, l'ensemble des observations et griefs formulés dans les Courriels. Conformément aux dispositions de l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), nous répondons dans le présent Addendum aux principaux arguments de fond qui y sont développés. Nous réitérons, à toutes fins utiles, notre déclaration d'indépendance figurant dans notre Rapport, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF.

Principales observations figurant dans les Courriels

Les arguments développés par le rédacteur anonyme des Courriels (le « **Rédacteur des Courriels** ») portent essentiellement sur le niveau de capital excédentaire de la Société et son incidence sur notre estimation de la valeur de l'Action. Il considère à ce titre que :

- le seuil d'alerte fixé par la Société dans le cadre de son processus interne d'évaluation de l'adéquation des fonds propres (ICAAP), égal à 17%³, est sensiblement supérieur au taux de capital réglementaire cible de certains acteurs du secteur financier ;
- la valorisation de l'Action à partir d'un taux cible inférieur conduirait à majorer significativement la valeur de l'Action. Il effectue à titre d'exemples des calculs en postulant un taux cible compris entre 10% et 11%⁴ ;
- nous n'aurions pas tenu compte de l'intégralité de la valeur du capital détenu par UFF, à la différence d'autres rapports⁵.

Le Rédacteur des Courriels produit par ailleurs :

- une estimation de la valeur de l'Action en retenant un coût des fonds propres de 8,8% ;
- son estimation de l'incidence du patrimoine immobilier détenu par le Groupe.

¹ Le présent addendum au Rapport (l' « **Addendum** ») en reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport (pp. 4-5) ainsi que les conventions de présentation, les renvois entre parties et chapitres du Rapport étant matérialisés entre parenthèses par le signe §.

² Le rédacteur des Courriels ne nous a pas contacté et sa qualité d'actionnaire de la Société ne nous a pas été confirmée.

³ Seuil exprimé en pourcentage des actifs pondérés en fonction des risques (RWA).

⁴ Le Rédacteur des Courriels estime l'impact à environ 2 € par Action, sans tenir compte de l'incidence d'une éventuelle distribution sur le coût des fonds propres.

⁵ Le Rédacteur des Courriels cite d'autres attestations d'équité que Ledouble a émises.



Réponses apportées par l'Expert Indépendant

Sur le capital réglementaire et le seuil d'alerte d'UFF

Le Groupe est soumis à une exigence réglementaire de Pilier I de 8,0% et à un coussin de conservation des fonds propres de 2,5%, soit un niveau de fonds propres total de 10,5%.

Dans le cadre de sa politique d'appétence pour le risque, UFF a défini un seuil minimum de 16% et un seuil d'alerte de 17% des RWA, que nous avons retenu comme référence pour déterminer le taux cible de capital de la Société (§ 3.1.4). La Direction nous a indiqué que ces seuils avaient été déterminés au regard :

- des niveaux de fonds propres des banques de petite et moyenne taille (LSI⁶) supervisées par l'ACPR ;
- des besoins économiques déterminés par la Société dans le cadre de son processus ICAAP ;
- de la sensibilité de la capitalisation du Groupe à des scénarios dégradés.

Nous rappelons que « *l'organe de surveillance⁷ porte désormais la responsabilité ultime de l'efficacité du système de gestion des risques, en fixant l'appétence aux risques et les limites de tolérance générale au risque de l'entreprise en approuvant les stratégies et politiques principales de gestion des risques* »⁸.

Nous observons par ailleurs que :

- les acteurs cités par le Rédacteur des Courriels ne font pas partie de notre échantillon de Comparables Boursiers et présentent une taille et des activités éloignées de celles de la Société ;
- les seuils de 10% et 11% à partir desquels le Rédacteur des Courriels effectue certains calculs sont inférieurs (i) au seuil de surveillance fixé à 12,5% dans le cadre du Plan Préventif de Rétablissement (PPR)⁹ d'UFF et (ii) au seuil minimum figurant dans sa déclaration d'appétence aux risques ;
- les ratios CET1 des LSI oscillent historiquement entre 16% et 17%¹⁰, soit un niveau comparable à celui retenu par la Société dans le cadre de sa déclaration d'appétence aux risques ;
- au 30 juin 2022, le ratio CET1 de la Société s'établit à 25,7% (§ 2.3.2), soit un taux sensiblement supérieur au taux cible que nous avons retenu ;

⁶ Less significant institutions.

⁷ Au cas d'espèce, le Conseil d'Administration de la Société.

⁸ Source : ACPR (2020), Mise en place des nouvelles règles de gouvernance dans le secteur de la banque : bilan et perspectives.

⁹ Le PPR fait partie intégrante du dispositif global de gestion des risques. Son contenu, qui fait l'objet d'une approbation par les organes sociaux, est soumis à l'appréciation de l'autorité compétente.

¹⁰ ACPR (2021), Rencontre annuelle OCBF – ACPR.

- à cette même date, les Comparables Boursiers affichent un ratio CET1 compris entre 15% et 29% des RWA et un taux moyen de 21%, également supérieur au taux cible que nous avons retenu.

Sur l'incidence du taux cible de capital réglementaire

Nous avons rappelé dans notre Rapport qu'« une distribution de tout ou partie du capital excédentaire entraîne (i) une hausse mécanique du coût des fonds propres, en lien avec le rehaussement du risque supporté par les actionnaires et (ii) une baisse des produits d'intérêts liés à la rémunération de la trésorerie faisant l'objet d'une distribution » (§ 3.1.4).

Le Rédacteur des Courriels conteste notre avis selon lequel le taux cible du capital réglementaire n'a pas d'incidence significative sur la valeur théorique de l'Action.

Nous avons illustré dans notre Rapport le lien, sur les entités comparables à UFF, entre le niveau de capital et le coût des fonds propres par une analyse de régression publiée en annexe¹¹. Nous avons par ailleurs fourni des estimations de l'incidence d'une variation du capital réglementaire sur :

- le coût des fonds propres (§ 3.5.1.2 et 3.5.1.6) ;
- la valeur de l'Action (§ 3.5.1.6)¹².

Les résultats de notre analyse sont par ailleurs corroborés par des études académiques et des travaux empiriques réalisés sur le lien entre le capital et le coût des fonds propres¹³.

Sur la valorisation du capital d'UFF

Contrairement à ce qu'affirme le Rédacteur des Courriels¹⁴, nous tenons compte de la valeur de l'intégralité du capital d'UFF :

- le capital excédentaire, d'un montant de 37,2 M€ au 30 juin 2022, est pris en compte explicitement dans notre valorisation (§ 3.1.4) ;
- le solde du capital détenu par UFF permet d'abaisser son coût des fonds propres à 9,8% et est ainsi implicitement valorisé (§ 3.5.1.2).

¹¹ Annexe 8 du Rapport.

¹² À titre d'information, un taux de capital cible de 11% nous conduirait à une estimation du coût des fonds propres à 11% et à une valeur de l'Action égale à 15,8 € sur la base du Plan d'Affaires UFF (soit une variation de 0,3 €).

¹³ À titre d'exemples :

- M. Belkhir, S.M. Naceur, R. Chami et A. Samet (2019), « Bank Capital and the Cost of Equity », IMF Working paper, WP/19/265 ;

- C. Moussu (2018), « Capital et ROE dans les banques : fausses croyances et instabilité financière », *Annales des Mines – Réalités industrielles*, pp. 55-59.

¹⁴ Le Rédacteur des Courriels compare la présentation de nos résultats dans le Rapport avec celle retenue dans des précédents rapports et en tire des conclusions erronées. Il convient en particulier de noter que nos analyses de sensibilité sont présentées dans chaque rapport de manière homogène avec l'approche retenue pour l'estimation du coût des fonds propres, qui diffère notamment en fonction des caractéristiques de l'entreprise évaluée. Dans des précédents rapports, nous avons fourni des analyses de sensibilité en présentant l'impact « toutes choses égales par ailleurs » de la variation d'une ou plusieurs variables. Nous rappelons à toutes fins utiles que les analyses de sensibilité peuvent être réalisées sur la base de variables dépendantes ou indépendantes. Au cas d'espèce, nous avons estimé le beta de l'Action sur la base d'une hypothèse de capital réglementaire cible (§ 3.5.1.2) et avons en conséquence communiqué une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action à une variation du taux de capital cible, en tenant compte de l'impact de ce paramètre sur le coût des fonds propres (§ 3.5.1.6).

La prise en compte de l'intégralité du capital d'UFF dans notre valorisation de l'Action se traduit par une faible sensibilité de la valeur de l'Action à l'hypothèse de taux cible du capital réglementaire, comme indiqué dans notre Rapport et rappelé ci-avant.

Sur l'estimation du coût des fonds propres

Le Rédacteur des Courriels effectue des calculs à partir d'un coût des fonds propres égal à 8,8%, basé sur le beta de l'Établissement Présentateur et le rendement de marché retenu par Ledouble.

Nous observons que :

- l'Établissement Présentateur a estimé le coût des fonds propres d'UFF à partir du beta moyen des comparables boursiers inclus dans son échantillon, sans tenir compte des écarts entre leurs structures de capital ;
- comme indiqué *supra*, nous avons au contraire estimé le coût des fonds propres d'UFF en tenant compte de sa structure cible de capital¹⁵ ;
- au global, nous aboutissons à une estimation du coût des fonds propres en retrait par rapport à celle effectuée par l'Établissement Présentateur, l'écart contribuant à majorer notre estimation de la valeur de l'Action (§ 4.3) ;
- au même titre que l'Établissement Présentateur, nous n'avons tenu compte d'aucune prime spécifique qui aurait pu trouver à s'appliquer compte tenu du différentiel de taille entre UFF et les Comparables Boursiers (§ 3.5.2.1) ;
- le Rédacteur des Courriels mélange les paramètres retenus par l'Établissement Présentateur et par Ledouble et aboutit ainsi à un taux en net retrait par rapport :
 - au coût des fonds propres estimé à la fois par l'Établissement Présentateur (10,5%) et par Ledouble (9,8%) ;
 - au taux de 10,0%¹⁶ retenu par l'analyste¹⁷ en charge du suivi du titre UFF.

Sur l'incidence du patrimoine immobilier

À l'appui des données figurant dans notre Rapport, le Rédacteur des Courriels réalise sa propre estimation de l'impact de l'immobilier¹⁸.

¹⁵ Pour mémoire, nous avons également retraité les multiples des Comparables Boursiers de l'impact du capital excédentaire afin de tenir compte des spécificités liées aux structures bilancielle d'UFF et des Comparables Boursiers (§ 3.5.2.3). Ce retraitement nous conduit à majorer notre estimation de la valeur de l'Action de 2,0 € par rapport à l'Établissement Présentateur (§ 4.5).

¹⁶ Taux publié dans la dernière note de l'analyste avant l'annonce de l'Offre.

¹⁷ Kepler Cheuvreux.

¹⁸ Le Rédacteur des Courriels estime que le patrimoine immobilier pourrait avoir un impact net total de 29,1 M€, soit 1,8 € par Action. L'écart par rapport à notre propre estimation ressort à 0,3 € par Action (§ 3.1.6).

Nous observons que :

- son estimation repose sur des hypothèses légèrement différentes, étant rappelé qu'à la date d'émission de notre Rapport, le projet de regroupement géographique des équipes d'UFF sur un site unique n'a pas été initié ;
- le Rédacteur des Courriels évoque la baisse potentielle des actifs pondérés en fonction des risques en cas de cession, mais ne mentionne pas l'impact des contrats de location sur les RWA.

Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes en mesure de conclure sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, et dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'UFF dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 16 janvier 2023

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Romain DELAFONT

Associé