

Rapport complémentaire de l'expert indépendant

Sur les émissions proposées dans le cadre du plan révisé de
restructuration de SoLocal

Table des matières

1. Contexte et présentation du projet des résolutions proposées par un actionnaire	2
1.1. Contexte et mission de l'expert indépendant	2
1.2. Présentation des résolutions proposées visant la modification du plan de restructuration financière	4
2. Analyse des conséquences sur le plan de restructuration au vu des résolutions proposées	5
2.1. Incidence du point de vue de l'actionnaire	5
2.1.1. <i>Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de sa dilution</i>	<i>5</i>
2.1.2. <i>Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de son retour sur investissement</i>	<i>7</i>
2.2. Incidence du point de vue du créancier	10
2.2.1. <i>Appréciation de l'incidence au regard du pourcentage de détention par les créanciers dans le capital (post restructuration)</i>	<i>10</i>
2.2.2. <i>Incidence au regard de la contre-valeur issue de la conversion des dettes</i>	<i>11</i>
3. Analyses comparatives des modalités proposées	12
3.1. Par la dilution	12
3.2. Par le « taux de retour » sur investissement	14
3.3. Par référence à la « contre-valeur » issue de la conversion de la dette	14
3.4. Autres éléments d'appréciation	15
3.5. Synthèses des analyses comparatives	16
4. Conclusion	18

1. Contexte et présentation du projet des résolutions proposées par un actionnaire

1.1. Contexte et mission de l'expert indépendant

Le 18 novembre 2016, M. Benjamin Jayet, actionnaire de la société SoLocal, a adressé à la société SoLocal Group un projet de résolutions visant à obtenir une modification du plan révisé négocié avec les créanciers. Cet actionnaire a demandé l'inscription de huit résolutions, non sollicitées, à l'ordre du jour de l'Assemblée générale des actionnaires de SoLocal, dont la réunion est prévue le 15 décembre 2016.

Par communiqué du 21 novembre 2016, la société SoLocal Group a indiqué que le calendrier d'examen du projet révisé de restructuration financière était maintenu (réunion du comité des créanciers le 30 novembre 2016 et réunion d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires le 15 décembre 2016, en vue de l'audience du Tribunal de Commerce de Nanterre fixée au 16 décembre 2016). Dans ce même communiqué, la société a rappelé les conséquences qui pourraient résulter d'une non-adoption du plan révisé de restructuration financière proposé.

Le 23 novembre 2016, la société SoLocal Group a indiqué avoir reçu un courrier des créanciers (fonds gérés ou conseillés par Paulson & Co., Inc., Monarch Alternative Capital (Europe) Ltd et Amber Capital UK Holdings Ltd) ayant donné leur accord sur le plan révisé de restructuration. Aux termes de ce courrier, les créanciers ont indiqué qu'ils ne soutiendront plus un projet de restructuration qui ne serait pas accepté par les actionnaires.

Le 25 novembre 2016, la société SoLocal a apporté, dans un communiqué, des précisions sur les modalités de l'Assemblée générale visant à statuer sur le projet révisé de restructuration financière. La société SoLocal a indiqué avoir reçu des demandes d'inscription de la part d'actionnaires ou groupes d'actionnaires ayant justifié de la détention de 0,6%, 1,06% et 0,82% du capital de la Société des demandes d'ajout de points ou de projets de résolutions à l'ordre du jour. Ces demandes sont disponibles sur le site internet de SoLocal.

Concernant les huit projets de résolutions déposés par M. Benjamin Jayet (justifiant dans sa demande de la détention de 1,06% du capital), le Conseil d'administration de la Société a précisé ne pas les agréer pour des motifs précisés dans son communiqué du 25 novembre 2016 et repris ci-après :

« - trois projets de résolutions concernent les caractéristiques du plan de restructuration financière et ont pour objet de modifier et de compléter, pour partie, les résolutions concernant le projet révisé présentées par le Conseil d'administration; ces trois projets de résolutions viennent compléter et ne modifient donc pas les projets de résolutions approuvés par le Conseil d'administration de la société concernant l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription et les émissions de titres réservées aux créanciers (MCB et actions assorties de bons de souscription d'actions); les premier et deuxième projets de résolutions ont pour objet de porter à sept (7) actions gratuites pour une action existante le nombre d'actions à attribuer gratuitement aux actionnaires existants (au lieu de trois (3) actions gratuites pour deux (2) actions existantes dans le projet révisé) et le troisième projet de résolution a pour objet l'attribution aux actionnaires existants, en sus des actions gratuites, de bons de souscription permettant de souscrire, pour chaque action existante, à deux actions nouvelles pour un prix unitaire de 2€; ces amendements ne font pas partie du plan révisé approuvé par le Conseil d'administration, et qui a été soumis au vote du Comité des Créanciers réuni le 30 novembre prochain.

- Trois projets de résolutions ont pour objet la nomination de nouveaux administrateurs, dont Benjamin Jayet: la composition du Conseil d'administration a été complétée à l'occasion de l'Assemblée Générale du 19 octobre 2016 ; il a en outre été annoncé la tenue d'une Assemblée Générale des actionnaires dans un délai de trois mois suivant la prise d'effet du plan révisé s'il est adopté ; c'est à l'occasion de cette assemblée et au vu de l'actionnariat post restructuration que les actionnaires devront statuer sur une éventuelle recomposition du Conseil d'administration. Par ailleurs, ces propositions de nomination ne sont pas conformes aux règles de mixité des conseils d'administration fixées par le Code Afep-Medef. Il est rappelé en outre que la candidature de Benjamin Jayet a été rejetée il y a seulement un mois par l'Assemblée Générale des actionnaires.

- Un projet de résolution a pour objet la suspension du paiement des jetons de présence aux administrateurs tant qu'un dividende n'aura pas été versé aux actionnaires ; lier le paiement des jetons de présence au paiement d'un dividende n'est pas apparu comme souhaitable alors que la contribution des administrateurs ne dépend pas de la situation bénéficiaire ou non de la société ; le Code Afep-Medef recommande de répartir les jetons de présence en fonction de la présence effective aux réunions du conseil d'administration et d'éviter, pour les dirigeants non exécutifs, l'attribution d'une rémunération variable.

- Un projet de résolution a pour objet de plafonner la rémunération la plus élevée versée par la Société à ses mandataires sociaux et salariés à vingt-cinq fois la rémunération la moins élevée ; comme mentionné précédemment, il sera fait lors de l'Assemblée Générale du 15 décembre un point d'information sur les suites données à l'avis consultatif négatif émis par l'Assemblée Générale du 19 octobre 2016 sur la rémunération des mandataires sociaux. »

SoLocal Group a annoncé le 30 novembre 2016 avoir obtenu l'accord de plus des deux tiers des réanciers sur son projet révisé de restructuration financière. Ce plan doit maintenant être soumis au vote des actionnaires à l'Assemblée générale extraordinaire prévue le 15 décembre 2016 .

C'est dans ce contexte que le Conseil d'administration de SoLocal a souhaité étendre notre mission à l'examen des résolutions déposées par M. Benjamin Jayet et visant à modifier les termes du plan révisé de restructuration financière.

Il est rappelé que le Conseil d'administration de Solocal dans sa séance du 7 novembre 2016 nous avait désigné, de manière volontaire, en qualité d'expert indépendant afin :

- d'examiner les modalités des différentes émissions prévues dans le cadre du plan révisé de restructuration financière ;
- d'apprécier le caractère équitable des prix de souscription proposés lors de ces émissions, pour l'actionnaire, dans le cadre du projet de restructuration financière visant à la réduction de la dette et au renforcement des fonds propres de la société.

Cette mission principale a fait l'objet d'un rapport d'expertise indépendante en date du 30 novembre 2016, mis à la disposition des actionnaires sur le site internet de SoLocal. Les honoraires perçus par le Cabinet Didier Kling & Associés au titre de la présente mission complémentaire s'élève à 15.000 € hors taxes et frais.

1.2. Présentation des résolutions proposées visant la modification du plan de restructuration financière

M. Benjamin Jayet considère que le plan révisé de restructuration financière proposé par le Conseil d'administration de SoLocal ne respecte pas suffisamment les intérêts des actionnaires et a transmis un texte des projets de résolution ainsi qu'un exposé des motifs, disponibles sur le site internet de SoLocal.

Les résolutions qu'il propose concernant le plan de restructuration financière sont résumées ci-après :

- L'octroi aux actionnaires d'actions gratuites à raison de 7 actions gratuites pour une action existante de la société. Le montant nominal d'augmentation de capital résultant de cette émission ne pourrait excéder un montant maximum de 27.225.000 € correspondant à l'émission d'un nombre maximum de 272.250.000 d'actions nouvelles de 0,10 € de nominal chacune.
- L'attribution de bons de souscription d'actions autonomes (ci-après les « BSA ») à raison de 2 BSA pour 1 action de la société et permettant de souscrire à des actions nouvelles. Ces BSA seront attribués gratuitement et le nombre total d'actions auxquelles l'ensemble de ces BSA donnerait droit ne pourra excéder 87.500.000. Chaque BSA aura une durée d'exercice de 5 ans et donnera droit de souscrire à 1 action nouvelle de la société moyennant un prix d'exercice de 2 € (soit à 0,10 € de nominal et 1,90 € de prime d'émission). Le montant nominal total de l'augmentation de capital résultant de l'exercice de ces BSA ne pourra excéder 8.750.000 €.

M. Benjamin Jayet considère que les modifications qu'il propose permettent d'aboutir à un projet plus équilibré entre les actionnaires et les créanciers.

2. Analyse des conséquences sur le plan de restructuration au vu des résolutions proposées

Les modalités proposées dans ces résolutions ne modifient pas les objectifs du plan tel qu'il est proposé par le Conseil d'administration de SoLocal. Les termes du plan de restructuration visant à ramener la dette de SoLocal à 400 M€ doit recueillir l'accord des deux tiers des actionnaires et des créanciers.

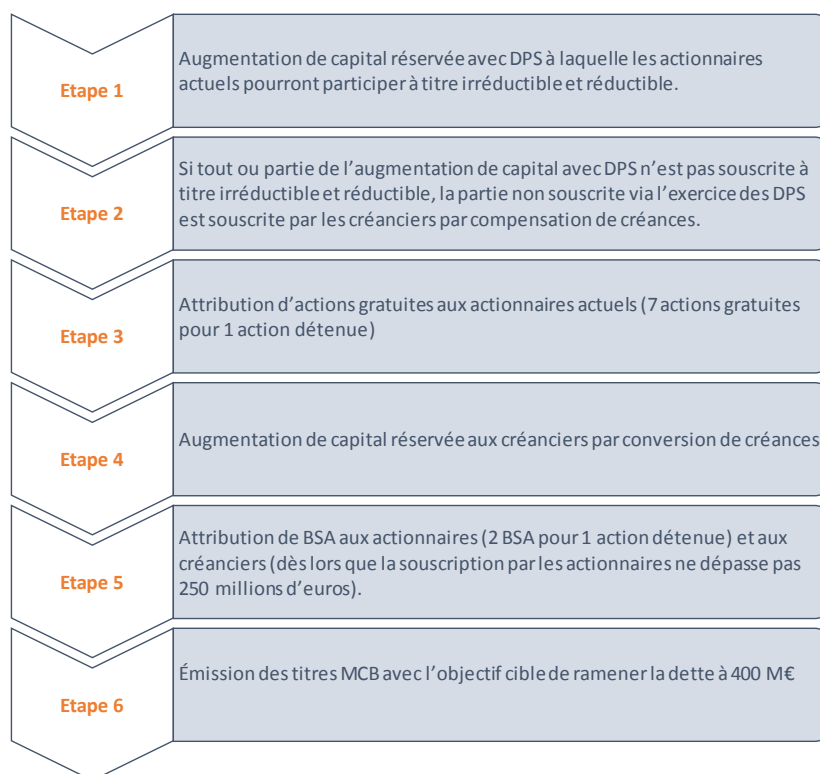
Pour apprécier les conséquences des projets de résolutions proposés par M. Benjamin Jayet, nous avons reconduit les mêmes analyses que celles conduites dans notre rapport d'expertise indépendante du 30 novembre 2016 et portant sur les projets de résolutions proposées par le Conseil d'administration :

- les conséquences pour l'actionnaire au regard de sa dilution dans la capital et de son retour sur investissement ;
- les conséquences pour le créancier au regard de son pourcentage de participation dans le capital et de la « contrevaieur » reçues, issue de la conversion de ses dettes.

2.1. Incidence du point de vue de l'actionnaire

2.1.1. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de sa dilution

Les modalités proposées par M. Benjamin Jayet doivent s'analyser au regard des conséquences en matière de dilution pour l'actionnaire. Les différentes étapes du plan révisé intégrant les propositions de M. Benjamin Jayet se déclinent comme suit :



Le tableau suivant simule les conséquences en matière de dilution avec une augmentation de capital selon les 5 hypothèses suivantes :

- Avec deux scénarios « extrêmes » :
 - aucune souscription par les actionnaires actuels
 - une souscription à hauteur de 400 millions d’euros (soit 100%)

- Et trois scénarios « intermédiaires »
 - une souscription à hauteur de 100 millions d’euros (soit 25%)
 - une souscription à hauteur de 200 millions d’euros (soit 50%)
 - une souscription à hauteur de 300 millions d’euros (soit 75%)

[en millions]	% de souscription actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions initial	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Augmentation de capital avec maintien du DPS					
Augmentation de capital (Plan révisé)	-	100,0	199,9	299,9	399,9
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	38,9	138,8	238,8	338,8	438,7
soit en % du total (% dans le plan révisé)	8,9% 8,9%	31,6% 31,6%	54,4% 54,4%	77,2% 77,2%	100,0% 100,0%
Attribution gratuites d'actions					
Attribution d'actions gratuites aux actionnaires (Plan révisé)	272,1	272,1	272,1	272,1	272,1
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	311,0	411,0	510,9	610,9	710,9
soit en % du total (% dans le plan révisé)	43,8% 19,6%	57,8% 39,7%	71,9% 59,8%	85,9% 79,9%	100,0% 100,0%
Augmentation de capital réservée					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	311,0	411,0	510,9	610,9	710,9
soit en % du total (% dans le plan révisé)	39,5% 16,9%	52,1% 34,3%	64,6% 51,5%	77,1% 68,7%	89,8% 86,0%
Attribution des MCB					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	311,0	411,0	510,9	610,9	710,9
soit en % du total (% dans le plan révisé)	35,0% 14,4%	48,0% 30,7%	62,0% 48,7%	77,1% 68,7%	89,8% 86,0%
Attribution des BSA					
Attribution de BSA au bénéfice des actionnaires (Plan révisé)	77,8	77,8	77,8	77,8	77,8
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	388,8	488,7	588,7	688,7	788,6
soit en % du total (% dans le plan révisé)	38,5% 13,5%	50,9% 29,5%	64,6% 48,0%	79,2% 68,7%	90,7% 86,0%

Synthèse

% de détention avant BSA	35,0%	48,0%	62,0%	77,1%	89,8%
% de détention après BSA	38,5%	50,9%	64,6%	79,2%	90,7%

Sur ces bases et à titre d'exemple, un actionnaire qui détiendrait 2 millions d'actions de SoLocal avant la restructuration (soit **5,14%**) se verrait diluer dans les proportions suivantes selon sa souscription ou non à l'augmentation de capital (et avant exercice des BSA)¹ :

¹ Il est retenu un pourcentage de souscription par l'ensemble des actionnaires identique à ceux retenus dans notre exemple (soit 0, 25, 50, 75 et 100%)

- En l'absence de souscription, il détiendra 16,0 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 14 millions d'actions gratuites) ce qui lui conférera une participation de **1,80%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **25%**, il détiendra 21,1 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 14 millions d'actions gratuites + 5,1 millions d'actions souscrites²) ce qui lui conférera une participation de **2,47%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **50%**, il détiendra 26,3 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 14 millions d'actions gratuites + 10,3 millions d'actions souscrites) ce qui lui conférera une participation de **3,19%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **75%**, il détiendra 31,4 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 14 millions d'actions gratuites + 15,4 millions d'actions souscrites) ce qui lui conférera une participation de **3,97%** post restructuration.
- En cas de souscription à hauteur de **100%**, il détiendra 36,6 millions d'actions (2 millions d'actions préexistantes + 14 millions d'actions gratuites + 20,6 millions d'actions souscrites) ce qui lui conférera une participation de **4,62%** post restructuration.

2.1.2. Appréciation de l'incidence pour l'actionnaire au regard de son retour sur investissement

Les conséquences du plan de restructuration doivent également s'apprécier en simulant les effets en termes de création de valeur sur le titre SoLocal. Pour cette analyse, il convient d'observer la situation de l'actionnaire en fonction :

- du prix qu'il a pu payer pour acquérir ses actions auquel s'ajoute le montant qu'il versera lors de la souscription à l'augmentation de capital ;
- et de la valeur des actions qu'il détiendra après la restructuration.

Il est rappelé que le prix de revient versé par l'actionnaire pour acquérir ses actions sera fonction de sa propre situation avant la restructuration et des périodes durant lesquelles il a acquis ses titres. La valeur par action post restructuration n'étant pas connue, il nous paraît approprié pour cette analyse de retenir la valeur qui ressort de notre approche d'évaluation³, soit une valeur de capitaux propres post restructuration de 1.048 M€ (avec 1.480 M€ de valeur d'entreprise et 432 M€ de dette financière nette).

Nous avons ajusté cette valeur de la composante optionnelle attachée aux BSA. Pour déterminer la valeur d'une action, il convient également de retenir le nombre total d'actions composant le capital post restructuration. Celui-ci sera fonction du comportement de l'ensemble des actionnaires qui pourront souscrire à l'augmentation de capital. Ainsi, et à titre d'exemple, un actionnaire pourra souscrire à hauteur de 25% de ses droits et la valeur théorique de son action de SoLocal ne sera pas la même si la souscription par l'ensemble des actionnaires est inférieure, identique ou supérieure à 25%. Par conséquent, cette analyse doit être menée en simulant le comportement individuel de l'actionnaire et le comportement collectif de l'ensemble des actionnaires.

² Le nombre de titre à souscrire est déterminé à partir d'une parité de 72/7^{ème} soit : $(2.000.000 \times 72/7) \times 25\% = 5.143 \text{ K€}$

³ L'approche d'évaluation et ses résultats sont décrits dans notre rapport d'expertise indépendante du 30 novembre 2016 portant sur les émissions proposées dans le cadre du plan révisé de restructuration de SoLocal.

La valeur théorique par action s'établit comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0%, 25%, 50%, 75% ou 100%) :

Pourcentage de souscription	Valeur de l'action	
0%		1,16
25%		1,20
50%		1,25
75%		1,30
100%		1,30

Il est rappelé que ces simulations n'appréhendent aucune valeur pour les droits préférentiels de souscription (ci-après « DPS »). Dans l'hypothèse où un actionnaire souhaiterait céder les droits qu'il n'aurait pas exercés, il est peu probable dans le contexte de cette opération qu'il puisse y avoir un marché et des cotations⁴.

Pour cette analyse, nous retenons 3,05 € comme prix de revient par action, soit le cours moyen des 60 derniers jours de bourse avant l'annonce de la restructuration financière du 1^{er} aout 2016. Ainsi, le retour sur investissement se présente comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0%, 25%, 50%, 75% ou 100%) :

		Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	304%	218%	186%	169%	159%
	25%	315%	226%	193%	175%	165%
	50%	328%	235%	201%	183%	171%
	75%	341%	245%	209%	190%	178%
	100%	341%	245%	209%	190%	178%

Un actionnaire, qui détient 100 actions et qui souscirait à l'augmentation de capital en exerçant la moitié de ses droits préférentiels de souscription (soit 50%) alors que l'ensemble des souscriptions aura été de 25%, aura un retour sur investissement de 193 %. Ce ratio de 193% est déterminé à partir d'une valeur théorique post restructuration **(a)** égale à 1.577 € et divisée par un prix de revient **(b)** s'élevant à 819 €.

- Avec **(a)** =
- Valeur théorique post restructuration égale à 1,20 € par action
 - Calculé à partir d'un nombre d'actions en prenant en compte les actions existantes (100 actions), la souscription individuelle avec DPS (soit 514 titres) et les attributions d'actions gratuites (soit 700 actions)
- Et **(b)** =
- Prix de revient : 100 actions x 3,05 € soit 305 €
 - Plus la souscription à l'augmentation de capital pour 514 titres de 1 €:
 $[100 \times (72/7)] \times 50\% \times 1 = 514 \text{ €}$

Il apparait que la valeur par action post restructuration confère un retour sur investissement quelles que soient les hypothèses de souscription. Cette situation trouve son fondement dans l'attribution des actions gratuites qui vient augmenter le nombre d'actions post restructuration sans contrepartie financière.

⁴ La valeur théorique d'un DPS s'éleverait à 1,95€. Celle-ci a été calculée pour un prix de souscription de 1€, d'un TERP (*Theoretical Ex-Rights Price* ou le *Prix théorique après détachement des droits*) de 1,19 € et à partir du cours au 23 novembre 2016, soit 3,14 €

Toutefois, l'importance des actions gratuites qui seraient octroyées pourrait présenter le risque de ne pas favoriser la souscription par un actionnaire. En effet, on observe, dans notre exemple avec un prix d'achat de 3,05 € par action, que le taux de retour sur investissement diminue en fonction de la progression des hypothèses de souscriptions :

- l'actionnaire qui ne souscrirait pas aurait un taux de retour allant de 304% à 341% selon les souscriptions par l'ensemble des actionnaires ;
- les taux de retour seraient moins élevés :
 - allant de 186% à 209% dans l'hypothèse où il exercerait la moitié de ses droits de souscription ;
 - allant de 159% à 178% dans l'hypothèse où il exercerait la totalité de ses droits de souscription.

Pour compléter l'analyse, nous reprenons le même exemple mais avec un montant de 10 € comme prix de revient par action. Le retour sur investissement se présente alors comme suit selon les hypothèses de souscription par les actionnaires (0%, 25%, 50%, 75% ou 100%) :

		Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	93%	97%	100%	103%	104%
	25%	96%	101%	104%	107%	108%
	50%	100%	105%	109%	111%	113%
	75%	104%	109%	113%	115%	117%
	100%	104%	109%	113%	115%	117%

Un actionnaire, qui détient 100 actions et qui souscrirait à l'augmentation de capital en exerçant la moitié de ses droits préférentiels de souscription (soit 50%) alors que l'ensemble des souscriptions aura été de 25%, aura un retour sur investissement de 104%. Ce ratio de 104% est déterminé à partir d'une valeur théorique post restructuration **(a)** égale à 1.577 € et divisée par un prix de revient **(b)** s'élevant à 1.514 €.

- Avec **(a)** =
- Valeur théorique post restructuration égale à 1,20 € par action
 - Calculé à partir d'un nombre d'actions en prenant en compte les actions existantes (100 actions), la souscription individuelle avec DPS (soit 514 titres) et les attributions d'actions gratuites (soit 700 actions)
- Et **(b)** =
- Prix de revient : 100 actions x 10 € soit 1.000 €
 - Plus la souscription à l'augmentation de capital pour 514 titres de 1 €:
 $[100 \times (72/7)] \times 50\% \times 1 = 514 \text{ €}$

2.2. Incidence du point de vue du créancier

2.2.1. Appréciation de l'incidence au regard du pourcentage de détention par les créanciers dans le capital (post restructuration)

Les effets de la restructuration du point de vue des créanciers doivent s'analyser par la participation qu'ils auront dans le capital de SoLocal. Le tableau ci-après simule les pourcentages de détention en fonction d'un total de souscriptions par les actionnaires variant de 0, 100, 200, 300 ou 400 M€⁵ :

[en millions]	Souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Après la garantie de souscription de capital (avec DPS)					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	400	300	200	100	0
soit % du total	56,3%	42,2%	28,1%	14,1%	0,0%
Après l'augmentation de capital réservée					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	477	378	280	181	81
soit % du total	60,5%	47,9%	35,4%	22,9%	10,2%
Après émission des MCB					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	577	445	313	181	81
soit % du total	65,0%	52,0%	38,0%	22,9%	10,2%
<i>Groupe Ad Hoc :</i>	24,0%	19,2%	14,1%	8,5%	3,8%
<i>Autres :</i>	40,9%	32,8%	23,9%	14,4%	6,5%
Attribution des BSA					
Nombre d'actions détenues par les créanciers	622	472	322	181	81
soit % du total	61,5%	49,1%	35,4%	20,8%	9,3%
<i>Groupe Ad Hoc :</i>	22,8%	18,2%	13,1%	7,7%	3,5%
<i>Autres :</i>	38,8%	31,0%	22,3%	13,1%	5,9%

Pour cette analyse, les obligations remboursables en actions (*Mandatory convertible Bonds* « MCB ») étant des instruments dilutifs, leur conversion en titres de capital est également appréhendée.

Les trois créanciers (fonds gérés par ou conseillés par Paulson & Co, Inc, Monarch Alternative Capital (Europe) Ltd et Amber Capital Uk Holdings Ltd) [désignés « Groupe Ad hoc »] qui ont signé l'accord avec la société et détiennent 37% de la dette ont été regroupés sur une ligne distincte. Ils ont déclaré qu'ils agiront de concert et solliciteront auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur les actions de la société, dans l'hypothèse où ils viendraient à franchir ensemble le seuil de 30% du capital ou des droits de vote de la société. L'obtention de cette dérogation est une condition suspensive du plan révisé.

On observera que ce seuil de 30% ne sera pas franchi même dans l'hypothèse où aucun actionnaire ne souscrirait à l'augmentation de capital avec maintien de DPS.

⁵ L'octroi des actions gratuites et leur dilution pour les créanciers ont été appréhendés avant la garantie de souscription en capital afin de traduire l'évolution du pourcentage de détention par les créanciers à chacune des étapes.

2.2.2. Incidence au regard de la contre-valeur issue de la conversion des dettes

Le point de vue des créanciers peut également s'analyser en comparant la valeur de la dette qu'ils détiennent avant la restructuration et la valeur théorique des actions qu'ils recevront en échange.

L'impact de la restructuration pour les créanciers peut se mesurer en fonction de leur détention dans le capital post restructuration. En contrepartie d'une dette nominale de 1.164 M€, les créanciers recevront par exemple en cas de souscription à 100% par les actionnaires : 400 M€ de nouvelle dette, 380 M€ de cash et des actions de la société.

Sur un plan juridique, la souscription par les créanciers se fera par compensation de créance au nominal ce qui sur un plan juridique apparaît fondé puisque le remboursement est contractuellement prévu au nominal. Par conséquent, il nous paraît approprié d'analyser les effets de la restructuration en prenant comme référence la valeur de la dette au nominal en la comparant avec la valeur par action de SoLocal post restructuration. La valeur des actions de SoLocal reçues en échange peut être estimée par référence à celle ressortant de notre approche d'évaluation rappelée ci-dessus (§2.1.1.). Ainsi, et si l'on reprend l'exemple ci-dessus, on obtient pour 1.164 M€ de dette :

- un versement en numéraire pour 380 M€ ;
- une dette de 400 M€ avec remboursement in fine à 5 ans et un taux d'intérêt qui ressortirait entre 7% (en 2018) à 8% (en 2017) (en fonction d'un ratio de levier sur la base du business plan de la société).
- des titres de capital représentant 10,2% du capital, et donc un équivalent en action estimé à 106 M€ (1,30 x 792 millions d'actions)

Cela conduit à un total de 885 M€ soit une décote de 24% par rapport à la valeur nominale de la dette. Le tableau ci-après simule ces décotes ou primes en fonction de la souscription par les actionnaires actuels dans le cadre de l'augmentation de capital avec maintien du DPS (avant exercice des BSA) :

Comportement collectif des actionnaires	Nbre d'actions (M)	Valeur théorique par action (€)	Détention (créancier)	[a]	[b]	[c]	[a] + [b] + [c]	Décote par rapport Dette 1.164 M€	Exposition au risque Action
				Valeur de la part Action (M)	Valeur de la Part Dette (M)	Cash - Produit de l'AK (M)	Valeur d'équivalence (M)		
0%	888	1,16	65,0%	668	400	-	1 068	-8%	63%
25%	856	1,20	52,0%	535	400	80	1 015	-13%	53%
50%	824	1,25	38,0%	392	400	180	971	-17%	40%
75%	792	1,30	22,9%	236	400	280	916	-21%	26%
100%	792	1,30	10,2%	106	400	380	885	-24%	12%

A partir de cette étude, on observe que si les actionnaires ne souscrivent pas à l'augmentation de capital, alors les créanciers détiendront 65% du capital ce qui traduit une décote de 8% par rapport au nominal de la dette. Ce scénario extrême implique pour le créancier qu'il n'y ait pas de remboursement en numéraire et donc une conversion d'une fraction de sa dette en titre de capital.

3. Analyses comparatives des modalités proposées

Nous présentons ci-dessous les analyses comparatives entre les modalités proposées par le Conseil d'administration de SoLocal et celles proposées par M. Benjamin Jayet.

3.1. Par la dilution

Les situations *Pro forma* de l'actionnariat se présentent comme suit en distinguant les modalités proposées par le Conseil d'administration de SoLocal et celles proposées par M. Benjamin Jayet :

Situation pro forma de l'actionnariat AVANT exercice des BSA

[en m€]	% de souscription actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Modalités proposées par M. Benjamin Jayet					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	311,0	411,0	510,9	610,9	710,9
soit en % du total	35%	48%	62%	77%	90%
Nombre d'actions détenues par les créanciers	576,7	445,1	313,1	181,2	81,2
soit en % du total	65%	52%	38%	23%	10%
Prix de souscription moyen par les actionnaires (€)	-	0,27	0,42	0,52	0,60
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,32	1,54	1,87	2,67	4,73
Modalités proposées par le Conseil d'administration					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	14%	31%	49%	69%	86%
Nombre d'actions détenues par les créanciers	576,7	445,1	313,1	181,2	81,2
soit en % du total	86%	69%	51%	31%	14%
Prix de souscription moyen par les actionnaires (€)	-	0,63	0,77	0,84	0,87
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,32	1,54	1,87	2,67	4,73

Situation pro forma de l'actionnariat APRES exercice des BSA

[en m€]	% de souscription actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Modalités proposées par M. Benjamin Jayet					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	388,8	488,7	588,7	688,7	788,6
soit en % du total	38%	51%	65%	79%	91%
Nombre d'actions détenues par les créanciers	621,7	472,1	322,2	181,2	81,2
soit en % du total	62%	49%	35%	21%	9%
Prix de souscription moyen par les actionnaires (€)	0,44	0,57	0,65	0,70	0,74
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,37	1,56	1,87	2,67	4,73
Modalités proposées par le Conseil d'administration					
Nombre d'actions détenues par les actionnaires	97,2	197,2	297,1	397,1	497,1
soit en % du total	14%	29%	48%	69%	86%
Nombre d'actions détenues par les créanciers	621,7	472,1	322,2	181,2	81,2
soit en % du total	86%	71%	52%	31%	14%
Prix de souscription moyen par les actionnaires (€)	-	0,63	0,77	0,84	0,87
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,37	1,56	1,87	2,67	4,73

La dilution pour un actionnaire peut également s'illustrer par l'exemple suivant. Si l'on retient le cas d'un actionnaire qui détient 200.000 actions et qui souhaite souscrire à hauteur de 20 M€, sa situation sera différente selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet et celles proposées par le Conseil d'administration :

Hypothèses					
Actions détenues avant le plan	(a)	200 000		200 000	
Montant à investir [€]		20 000 000		100 000 000	
Détention du capital avant le plan		0,51%		0,51%	
		Modalités proposées par M. Benjamin Jayet	Modalités proposées par le Conseil d'Administration	Modalités proposées par M. Benjamin Jayet	Modalités proposées par le Conseil d'Administration
Augmentation de capital avec maintien du DPS					
Souscription à titre irréductible		2 057 143		2 057 143	
Souscription à titre réductible		17 942 857		97 942 857	
Total de souscription [€]	(b)	20 000 000		100 000 000	
Attribution gratuites d'actions					
Nombre d'AGA pour l'actionnaire	(c)	1 400 000	300 000	1 400 000	300 000
Nombre de titres	(a) + (b) + (c)	21 600 000	20 500 000	101 600 000	100 500 000
Pourcentage de détention après le plan AVANT BSA					
Scénario à 25%		2,52%	3,19%	11,87%	15,65%
Scénario à 50%		2,62%	3,36%	12,33%	16,47%

En cas de souscription à hauteur de 25% par l'ensemble des actionnaires, il détiendrait alors 21.600 milliers d'actions représentant 2,5% dans le capital de la société (contre 20.500 milliers d'actions représentant 3,2% selon les modalités proposées par le Conseil).

En cas de souscription à hauteur de 50% par l'ensemble des actionnaires, il détiendrait alors 21.600 milliers d'actions représentant 2,6% dans le capital de la société (contre 20.500 milliers d'actions représentant 3,4% selon les modalités proposées par le Conseil).

Cet actionnaire aurait ainsi plus d'actions du fait des actions gratuites octroyées à tous les actionnaires mais son pourcentage de détention dans le capital post restructuration serait plus faible.

3.2. Par le « taux de retour » sur investissement

Les taux de retour sur investissement se présentent comme suit :

Modalités proposées par M. Benjamin Jayet

Scénario à 3,05 par action						Scénario à 10 € par action							
		Comportement individuel							Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%			0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	304%	218%	186%	169%	159%	Comportement collectif	0%	93%	97%	100%	103%	104%
	25%	315%	226%	193%	175%	165%		25%	96%	101%	104%	107%	108%
	50%	328%	235%	201%	183%	171%		50%	100%	105%	109%	111%	113%
	75%	341%	245%	209%	190%	178%		75%	104%	109%	113%	115%	117%
	100%	341%	245%	209%	190%	178%		100%	104%	109%	113%	115%	117%

Modalités proposées par le Conseil d'Administration

Scénario à 3,05 par action						Scénario à 10 € par action							
		Comportement individuel							Comportement individuel				
		0%	25%	50%	75%	100%			0%	25%	50%	75%	100%
Comportement collectif	0%	126%	138%	143%	145%	147%	Comportement collectif	0%	38%	62%	77%	88%	97%
	25%	132%	146%	151%	153%	155%		25%	40%	65%	82%	93%	102%
	50%	140%	154%	160%	162%	164%		50%	43%	69%	86%	99%	108%
	75%	149%	164%	169%	172%	174%		75%	45%	73%	91%	105%	114%
	100%	149%	164%	169%	172%	174%		100%	45%	73%	91%	105%	114%

3.3. Par référence à la « contre valeur » issue de la conversion de la dette

Cette analyse conduit aux résultats suivants :

Modalités proposées par M. Benjamin Jayet

Comportement collectif des actionnaires	Nbre d'actions (M)	Valeur théorique par action (€)	Détention (créancier)	Décote par rapport Dette 1.164 M€
0%	888	1,16	65,0%	-8%
25%	856	1,20	52,0%	-13%
50%	824	1,25	38,0%	-17%
75%	792	1,30	22,9%	-21%
100%	792	1,30	10,2%	-24%

Modalités proposées par le Conseil d'Administration

Comportement collectif des actionnaires	Nbre d'actions (M)	Valeur théorique par action (€)	Détention (créancier)	Décote par rapport Dette 1.164 M€
0%	674	1,53	85,6%	10%
25%	642	1,62	69,3%	3%
50%	610	1,71	51,3%	-4%
75%	578	1,81	31,3%	-13%
100%	578	1,81	14,0%	-20%

Pour mesurer les conséquences du point de vue du créancier, il convient de chiffrer les différences observées entre les deux propositions⁶ :

Hypothèses de souscription	0%	25%	50%	75%	100%
Nominal de la créance (M€)	1 164	1 164	1 164	1 164	1 164
Valeur d'équivalence					
Selon les modalités proposées par le Conseil d'administration	1 284	1 199	1 116	1 008	927
Selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet	1 068	1 015	971	916	885
Différence (M€)	- 216	- 184	- 144	- 93	- 42
En %	-17%	-15%	-13%	-9%	-4%

Les modalités proposées par M. Benjamin Jayet auraient pour conséquence de générer pour le créancier des pertes estimées de valeur allant de **42 à 216 M€**.

Cet effort qui serait consenti par les créanciers viendrait s'ajouter aux primes induites qu'ils supporteront compte tenu des prix de souscriptions qui leur sont proposés (et supérieurs au prix de 1 € offert aux actionnaires).

3.4. Autres éléments d'appréciation

Le projet de résolutions proposées par M. Benjamin Jayet prévoit l'attribution de BSA aux actionnaires s'ajoutant à ceux susceptibles d'être attribués aux créanciers dans la cadre du projet de résolutions proposées par le Conseil d'administration. De ce fait, l'apport global de trésorerie pouvant être généré par l'exercice de l'ensemble des BSA serait de :

- 90 M€ d'apport potentiel correspondant à un maximum de 45 millions de BSA susceptibles d'être attribués aux créanciers, dans les résolutions proposées par le Conseil d'administration ;
- auquel s'ajouterait 175 M€ d'apport potentiel correspondant à un maximum de 87,5 millions de BSA attribués aux actionnaires, dans les résolutions proposées par M. Benjamin Jayet.

Les modalités proposées par M. Benjamin Jayet génèreraient une dilution de la valeur par action de SoLocal et, de ce fait, l'attribution des BSA deviendrait moins attractive dans la mesure où le prix d'exercice de 2 € serait moins atteignable.

o

M. Benjamin Jayet a par ailleurs indiqué qu'il serait demandé aux créanciers de consentir un engagement de conservation portant sur les titres qu'ils auront souscrits, dans le cadre d'une discussion à intervenir ultérieurement avec les créanciers, et sur laquelle nous ne sommes pas en mesure d'apporter une information spécifique.

⁶ Il n'a pas été pris en compte pour cette analyse de la valeur attachée des BSA.

3.5. Synthèses des analyses comparatives

Il ressort de ces analyses quantitatives que les modalités proposées par M. Benjamin Jayet présenteraient des avantages pour l'actionnaire :

- Elles permettraient d'octroyer gratuitement plus d'actions ce qui limiterait la dilution des actionnaires dans le capital. Ainsi, et en l'absence de souscription à l'augmentation de capital, le pourcentage de détention des créanciers représenterait 65% (contre 86% dans les résolutions proposées par le Conseil d'administration).
- Elles confèreraient un meilleur taux de retour sur investissement. Ainsi, des actionnaires qui auraient acquis leurs titres à des niveaux plus élevés (10 € dans notre exemple) que les niveaux de cours observés sur les derniers mois, retrouveraient également un taux de retour (avec des niveaux de souscription moindre à l'augmentation de capital).
- Elles attribueraient gratuitement des BSA aux actionnaires ce qui leur donneraient la possibilité de pouvoir profiter d'une hausse du cours de l'action au cas où celle-ci viendrait à dépasser 2 €.

Le nombre d'actions gratuites proposé par M. Benjamin Jayet dans ses résolutions conduirait à la création de 272 millions d'actions (contre 58,3 dans le projet de résolutions proposées par le Conseil d'administration). L'importance du nombre d'actions gratuites tel qu'envisagée par M. Benjamin Jayet présente toutefois le risque de ne pas inciter un actionnaire à souscrire au capital. Ce risque peut s'apprécier en analysant la situation des actionnaires en cas de levée de fonds ou non.

La dilution de la valeur par action aurait les effets suivants sur un investissement allant de 100 à 400 M€ :

Hypothèses de souscription (en M€)	100	200	300	400
Valorisation induite des actions (post restructuration)				
Selon les modalités proposées par le Conseil d'administration	162	342	544	725
Selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet	120	250	390	520
Différence	- 41	- 92	- 153	- 204
En %	-26%	-27%	-28%	-28%

Ainsi, un investisseur qui souhaiterait souscrire à hauteur de 100 M€ se verra attribuer une valeur moindre (-26%) liée à la baisse de la valeur par action (1,20 € par action⁷ dans les modalités proposées par M. Benjamin Jayet contre une valeur de 1,62 € par action dans celles du Conseil).

Dans le cas où un actionnaire ne souscrirait pas, sa situation se présenterait comme suit :

Hypothèses de souscription (en M€)	0	100	200	300	400
Capitalisation boursière ⁽¹⁾	121	121	121	121	121
Valorisation induite des actions (post restructuration)					
Selon les modalités proposées par le Conseil d'administration	149	157	166	176	176
Selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet ⁽²⁾	373	388	405	422	422
Différence	224	231	238	246	246
En %	150%	147%	143%	140%	140%

⁽¹⁾ Sur la base d'un cours de 3,12 € au 9 décembre 2016.

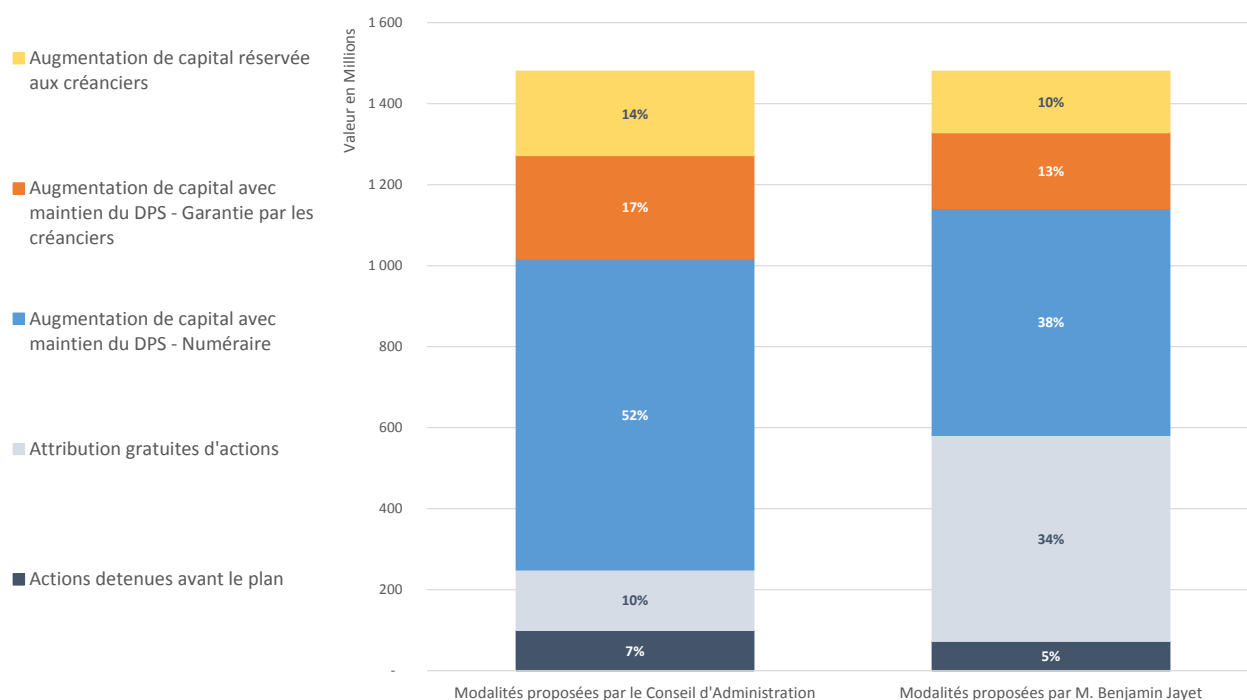
⁽²⁾ Valorisation prenant en compte la valeur des BSA qui seraient attribués aux actionnaires selon les propositions de M. Benjamin Jayet

⁷ Valeur théorique par action ressortant de notre approche d'évaluation des SoLocal (post restructuration)

On observe ainsi que l'actionnaire qui ne souscrirait pas se verrait alors consentir un gain immédiat provenant de la valorisation des actions qu'il recevra sans aucune contrepartie financière. Le gain obtenu dans la proposition de M. Benjamin Jayet est deux fois supérieur à celui observé dans celle du Conseil d'administration de SoLocal.

Cette situation peut être illustrée dans le schéma ci-après qui reprend la valeur d'entreprise de Solocal post restructuration⁹ en distinguant les différentes catégories de détention dans le capital :

- les actionnaires avant la restructuration ;
- les droits issus des actions gratuites ;
- les droits issus de l'augmentation de capital avec maintien du DPS (avec 75% de souscription) ;
- les droits issus de l'augmentation de capital réservée aux créanciers.



La valeur d'entreprise post restructuration de SoLocal traduit une plus-value potentielle immédiate liée à l'adoption du plan. La création de valeur liée à son adoption sera répartie entre les créanciers et les actionnaires dans des proportions qui varieront en fonction des modalités proposées.

Selon cette simulation, la valeur des actions gratuites représenterait ainsi **34 %** du poids de la valeur d'entreprise post restructuration selon la proposition de M. Benjamin Jayet contre **10 %** dans celle du Conseil d'administration. La proposition visant à octroyer davantage d'actions sans contrepartie financière conduit à affecter un surplus de valeur aux actionnaires, qui peut être estimé à **248 M€**¹⁰. Les créanciers, quant à eux, auraient par cette analyse un poids de **23%** selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet contre **31%** selon les modalités proposées par le Conseil d'administration. Cette baisse correspond à une perte de valeur pour les créanciers estimée à **93 M€** (selon le tableau présenté au § 3.3).

⁹ Valeur d'entreprise post restructuration de SoLocal et ressortant de notre approche d'évaluation, soit 1.480 M€

¹⁰ En comparant le nombre d'actions attribuées selon les modalités du Conseil d'administration (soit 58,3 millions d'actions) valorisées à 1,81 € au nombre d'actions attribuées selon les modalités proposées par M. Benjamin Jayet (soit 272 millions d'actions) valorisées à 1,30 €.

4. Conclusion

Les résolutions de M. Benjamin Jayet visant à modifier les conséquences du plan de restructuration financière portent sur l'attribution gratuite d'actions et de bons de souscription à l'ensemble des actionnaires de la société SoLocal.

Il ressort des analyses comparatives ci-dessus que les propositions de M. Benjamin Jayet dans ses projets de résolutions confèrent des conditions plus favorables pour l'actionnaire en raison de l'octroi d'un nombre nettement plus important d'actions gratuites. Cela aurait toutefois pour conséquence de :

- présenter le risque ne pas inciter un actionnaire à investir dans le capital de SoLocal ;
- rendre moins attractive la situation des créanciers avec un effort qu'ils devraient consentir (estimé dans une fourchette allant de 42 à 216 M€ selon les hypothèses de souscriptions).

Dans notre rapport du 30 novembre 2016, nous concluons : « *En synthèse et compte tenu des observations qui précèdent, les conditions retenues pour les différentes émissions nous paraissent équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires dès lors qu'elles sont de nature à assurer la continuité de l'entreprise.* ». Nous sommes d'avis que la conclusion de notre rapport demeure inchangée.

Il convient de souligner que les amendements proposés par M. Benjamin Jayet ne font pas partie du plan révisé approuvé par le Conseil d'administration et par le Comité des créanciers. La société a indiqué que l'adoption du plan de restructuration est :

- urgente au regard de l'évolution récente de son activité;
- critique pour assurer la continuité de l'entreprise, préserver son corps social et pérenniser son futur.

Les aménagements proposés par M. Benjamin Jayet dans son projet de résolutions nécessiteraient de rouvrir les discussions avec les créanciers. Cela aurait pour conséquence de devoir adopter un plan amendé et la société estime que cela pourrait remettre en cause le déploiement de son plan stratégique «Conquérir 2018». Une telle situation viendrait alors affecter la valeur post restructuration de SoLocal dans des proportions qu'il n'apparaît pas possible de quantifier.

Le 13 décembre 2016

Cabinet Didier Kling & Associés

Didier Kling