

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

believe®

EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BELIEVE INITIÉE PAR

UPBEAT BIDCO



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité relative à la présente offre publique simplifiée en date du 30 mai 2024, apposé le visa n°24-180 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Believe et engage la responsabilité de son signataire.

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 dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans la Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Believe (<https://www.believe.com>) et est mis gratuitement à la disposition du public au siège social de Believe au 24 rue Toulouse Lautrec – 75017 Paris (France).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Believe 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.

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

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
1.1. Contexte et motifs de l'Offre	7
1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre	9
1.3. Modalités de l'Offre	15
1.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre 16	
1.5. Procédure d'apport à l'Offre	16
1.6. Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre	17
1.7. Calendrier indicatif de l'Offre	17
1.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	19
2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE	21
3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	21
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	36
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	37
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	37
6.1. Accord de Consortium et d'Investissement	37
6.2. Traité d'Apport	39
6.3. Term Sheet de Co-Investissement	39
6.4. Engagements d'apport des Actions à l'Offre	40
6.5. Acquisitions	40
6.6. Autres accords dont la Société a connaissance	41
7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	41
7.1. Structure et répartition du capital de la Société	41
7.2. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote	44
7.3. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	44
7.4. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	45
7.5. Liste des détenteurs de tout titre Believe comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	46
7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	46
7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des Statuts de la Société	47

7.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	49
7.9. Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	52
7.10. 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	53
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	53
9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	54
10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	54

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Upbeat BidCo, une société par actions simplifiée, au capital d'un euro, dont le siège social est situé 176, avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 985 046 424 (« **BidCo** » ou l'« **Initiateur** ») propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la société Believe, une société anonyme à conseil d'administration (le « **Conseil d'administration** »), au capital de 488.911,325 euros, dont le siège social est situé 24, rue Toulouse Lautrec 75017 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 481 625 853 (« **Believe** » ou la « **Société** », et avec ses filiales détenues directement ou indirectement, le « **Groupe** »), d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions de la Société en circulation ou à émettre (les « **Actions** ») autres que les Actions détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur (sous réserve des exceptions ci-dessous) dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de quinze euros (15 €) par Action (le « **Prix de l'Offre** »). Le Prix de l'Offre est identique à celui payé en numéraire par l'Initiateur dans le cadre des Acquisitions et de l'Apport DL (tels que définis, ci-après).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0014003FE9, mnémonique « **BLV** ».

L'Offre fait suite aux Acquisitions (qui sont décrites aux Sections 1.1.3 et 1.3.5 de la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») et aux Sections 1.1.1 et 6.5 de la Note en Réponse).

En conséquence, à la date du dépôt du projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), BidCo détenait 69.835.174 Actions et 80.686.494 droits de vote, dont 10.851.320 Actions et 21.702.640 droits de vote sont assimilés aux Actions et droits de vote détenus par BidCo en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable de Monsieur Denis Ladegaillerie d'apporter ces Actions à BidCo le premier jour ouvré après la clôture de l'Offre, conformément aux termes du Traité d'Apport tels que décrits plus en détail à la Section 1.3.2. de la Note d'Information et à la Section 6.2 de la Note en Réponse.

Ces 69.835.174 Actions et 80.686.494 droits de vote représentaient, à la date du Projet de Note en Réponse, 71,88% du capital et 71,00% des droits de vote théoriques de la Société¹.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence des Acquisitions (qui sont décrites aux Sections 1.1.1 et 6.5 de la Note en Réponse), franchi les seuils de 30% des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Offre portait sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit les Actions :

¹ Sur la base d'un capital composé, en date du 24 avril 2024, de 97.161.351 Actions et d'un nombre total de 113.644.103 droits de vote théoriques résultant de la perte de 37.594.402 droits de vote théoriques à la suite de la réalisation des Acquisitions et incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL).

- qui étaient d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 27.235.886 Actions (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société, le Conseil d'administration ayant pris la décision de ne pas les apporter à l'Offre), et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison de :
 - i. l'exercice de 1.024.257 BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit au 24 avril 2024, un nombre maximum de 2.650.182 Actions ;
 - ii. l'exercice de 258.194 BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit au 24 avril 2024, un nombre maximum de 516.388 Actions ; et
 - iii. l'acquisition de 388.112 Actions Gratuites² attribuées par la Société dans le cadre d'un Plan d'Actions Gratuites (tels que ces termes sont définis à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

à l'exception des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 90.291 Actions, et
- les 2.031.919 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

soit, au 24 avril 2024, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 30.790.568.

Postérieurement au dépôt du Projet de Note en Réponse et au 20 mai 2024, 620.914 Actions nouvelles ont été émises à raison de :

- l'acquisition effective, le 14 mai 2024, d'Actions Gratuites au titre du plan AP 2021, entraînant la création de 380.866 Actions (cf. Section 1.2.4 de la Note en Réponse) ; et
- l'exercice de 29.194 BSA et de 90.830 BSPCE entre le 24 avril 2024 et le 20 mai 2024 donnant lieu à l'émission de 240.048 Actions nouvelles.

Dans le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »), l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du RG AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir, par l'intermédiaire de BNP Paribas, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, correspondant à 30% des Actions existantes visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 8.170.765 Actions au 24 avril 2024, ou, un maximum de 8.357.040 Actions au 20 mai 2024, en tenant compte de la création des 620.914 Actions nouvelles susvisées, par un ordre sur le marché libellé au Prix de l'Offre ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre. Dans ce cadre, entre le 26 avril et le 29 mai 2024, l'Initiateur a acquis 5.864.435 Actions (les « **Actions Additionnelles** »). Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

² Il est précisé que 380.866 Actions ont finalement été émises le 14 mai 2024 par la Société.

A la date de la présente Note en Réponse, en conséquence de l'acquisition par l'Initiateur des Actions Additionnelles, l'Initiateur détient 75.699.609 Actions et 86.550.929 droits de vote représentant respectivement 77,42% du capital et 76,26% des droits de vote³, dont 10.851.320 Actions et 21.702.640 droits de vote sont assimilés aux Actions et droits de vote détenus par BidCo en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable de Monsieur Denis Ladegaillerie d'apporter ces Actions à BidCo le premier jour ouvré après la clôture de l'Offre, conformément aux termes du Traité d'Apport tels que décrits plus en détail à la Section 1.3.2. de la Note d'Information et à la Section 6.2 de la Note en Réponse.

Dès lors, en conséquence, à la date de la Note en Réponse, l'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit les Actions :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 21.992.365 Actions (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société, le Conseil d'administration ayant pris la décision de ne pas les apporter à l'Offre), et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison de :
 - i. l'exercice de 933.427 BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit, au 20 mai 2024, un nombre maximum de 2.468.522 Actions ;
 - ii. l'exercice de 229.000 BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit, au 20 mai 2024, un nombre maximum de 458.000 Actions,

à l'exception des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société soit, à la date de la Note en Réponse, 90.291 Actions, et
- les 2.031.919 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 24.918.887.

À l'exception des Actions Gratuites attribuées par la Société, des BSPCE et des BSA, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions. Il est précisé que les BSPCE et les BSA ne sont pas visés par l'Offre dans la mesure où ils sont incessibles.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

³ Sur la base d'un capital composé, en date du 20 mai 2024, de 97.782.265 Actions et d'un nombre total de 113.490.982 droits de vote théoriques, incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Goldman Sachs (les « **Banques Présentatrices** ») pour le compte de l'Initiateur.

Il est précisé que seule BNP Paribas garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le Projet de Note d'Information de l'Initiateur ainsi que le Projet de Note en Réponse ont été déposés auprès de l'AMF le 26 avril 2024.

Par décision de conformité en date du 30 mai 2024, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°24-180 en date du 30 mai 2024 sur la Note en Réponse. La Note d'Information préparée par l'Initiateur a reçu le visa de l'AMF n°24-179 en date du 30 mai 2024. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

1.1.1. Contexte de l'Offre

Fondé en 2005 par Monsieur Denis Ladegaillerie, le Groupe s'est développé dans le secteur de la musique enregistrée et a commencé rapidement à mettre à disposition des catalogues de musique en téléchargement sur les plateformes numériques (Apple Music, Fnac, Virgin). Believe est aujourd'hui l'un des leaders mondiaux de la musique numérique. En 2021, Believe franchit une nouvelle étape dans son développement en s'introduisant en bourse.

Le Consortium a indiqué dans la Note d'Information souhaiter soutenir la Société afin qu'elle puisse réaliser au mieux son plan de création de valeur et accélérer la montée en puissance d'un acteur indépendant accompagnant des artistes et des labels clients. L'Offre s'appuie sur un plan de croissance organique et inorganique et des plans d'investissement dans la perspective de permettre au Groupe de continuer à se développer et conforter sa position de leader sur les marchés français et européen. L'Initiateur estime que le Groupe devrait être à la tête de la consolidation actuelle du marché, soutenu par des investisseurs de long terme réputés et désireux d'alimenter la croissance du Groupe.

Le 11 février 2024, TCV Luxco XI 002 S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 35 Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg, sous le numéro BB266816 (« **TCV Luxco 1** »), TCV XII Master Luxco S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 35 Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B284493 (« **TCV Luxco 2** », ensemble avec TCV Luxco 1, les « **Luxcos TCV** »)⁴, EQT X Investments S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 51A, Boulevard Royal, 2449 Luxembourg, Luxembourg, et immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg, sous le numéro B262548 (« **EQT** »), M. Denis Ladegaillerie et Upbeat MidCo S.à r.l. (ensemble avec les Luxcos TCV et EQT, le « **Consortium** »), une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 51A

⁴ Il est envisagé que la participation de TCV Luxco 2 dans Upbeat MidCo soit transférée à TCV Luxco XII 001 S.à r.l., une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, ayant son siège social au 35 Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et enregistrée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B284564, elle-même filiale de TCV Luxco 2 et contrôlée par la même société de gestion que TCV Luxco 2.

Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg, sous le numéro B280980 (« **Upbeat MidCo** ») ont conclu un accord de consortium et d'investissement intitulé « *Consortium and Investment Agreement* » afin d'encadrer les modalités de leur coopération dans le cadre de l'Offre (l'« **Accord de Consortium et d'Investissement** »).

L'Initiateur a adhéré à l'Accord de Consortium et d'Investissement le 13 mars 2024.

Le 11 février 2024, TCV Luxco BD S.à r.l, une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 35, Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg, sous le numéro B191493 (« **TCV Luxco BD** »), en qualité de cédant, et Upbeat MidCo, en qualité d'acquéreur, ont conclu, sous conditions suspensives, un contrat de cession d'actions relatif à la cession de 39.942.982 Actions, représentant approximativement 41,11% du capital de la Société⁵ (l'« **Acquisition TCV** ») au prix de quinze euros (15 €) par Action. En vertu d'un contrat en date du 13 mars 2024, BidCo a été substituée à Upbeat MidCo en qualité d'acquéreur dans le cadre de ce contrat de cession d'actions.

Le même jour, les fonds gérés par Ventech, une société par actions simplifiée, dont le siège social est situé au 47 avenue de l'Opéra, 75002 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 416 316 699 (à savoir Ventech Capital III, Ventech Capital F, Ventech Opportunity Primary Fund I, Ventech Opportunity Secondary Fund I, Ventech Opportunity Primary Fund I Reserve et Ventech Opportunity Secondary Fund I Reserve) (« **Ventech** ») et les fonds gérés par Siparex XAnge Venture, une société par actions simplifiée, dont le siège social est situé au 5 rue Feydeau, 75002 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris, sous le numéro 452 276 181 (à savoir XAnge Credo Opportunity Fund, XAnge Capital 2 et XAnge Selection Fund II) (« **XAnge** »), en qualité de cédants, et Upbeat MidCo, en qualité d'acquéreur, ont conclu, sous conditions suspensives, un contrat de cession d'actions relatif à la cession d'un nombre total de 17.790.872 Actions, représentant approximativement 18,31%⁶ du capital de la Société (l'« **Acquisition Ventech et XAnge** ») pour un prix de quinze euros (15 €) par Action. En vertu d'un contrat en date du 13 mars 2024, BidCo a été substituée à Upbeat MidCo en qualité d'acquéreur dans le cadre de ce contrat de cession d'actions.

Conformément à l'Accord de Consortium et d'Investissement (tel que décrit plus en détail à la Section 1.3.1 de la Note d'Information et 6.1 de la Note en Réponse), Monsieur Denis Ladegaillerie s'est irrévocablement engagé, en complément de l'Apport DL, à céder 1.250.000 Actions à BidCo, représentant approximativement 1,29% du capital de la Société⁷ (l'« **Acquisition DL** », ensemble avec l'Acquisition TCV et l'Acquisition Ventech et XAnge, les « **Acquisitions** »). BidCo et Monsieur Denis Ladegaillerie ont conclu le 25 avril 2024 un contrat de cession d'actions ferme, reflétant les termes des contrats portant sur l'Acquisition TCV et l'Acquisition Ventech et XAnge.

Le 18 avril 2024, à la suite de la réception de l'attestation d'équité émise par l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration a émis un avis motivé conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, indiquant dans sa conclusion que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

⁵ Sur la base d'un nombre total de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

⁷ Sur la base d'un nombre total de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

Les Acquisitions ont été réalisées le **25 avril 2024**.

Une description plus détaillée du contexte de l'Offre figure dans l'avis motivé reproduit à la Section 3 de la Note en Réponse.

1.1.2. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Offre et qui, à la date des présentes, est détenue à 100% par Upbeat MidCo, elle-même détenue à 50% par les Luxcos TCV et indirectement à 50% par EQT.

Tel que décrit plus en détail à la Section 1.3.1 de la Note d'Information et aux Sections 6.1 et 6.2 de la Note en Réponse, les Luxcos TCV et EQT financeront l'Offre au moyen de prêts d'actionnaires en cascade jusqu'à l'Initiateur qui seront ensuite capitalisés au niveau de Upbeat MidCo et de l'Initiateur, en contrepartie d'actions ordinaires nouvelles émises par Upbeat MidCo d'une part et l'Initiateur d'autre part.

M. Denis Ladegaillerie s'est irrévocablement engagé à apporter 10.851.320 Actions à BidCo (l'« **Apport DL** »). Il recevra en contrepartie de l'Apport DL des actions ordinaires nouvelles émises par l'Initiateur. L'Apport DL sera réalisé après la capitalisation des prêts d'actionnaires susvisée et à la date du paiement du prix relatif à l'Acquisition TCV et à l'Acquisition Ventech et XAnge (tels que ces termes sont définis à la Section 6.5 de la Note en Réponse). L'Apport DL sera réalisé au Prix de l'Offre et rémunéré par des actions ordinaires émises par l'Initiateur valorisées par transparence avec le Prix de l'Offre.

Compte tenu des opérations précitées, la répartition exacte du capital et des droits de vote de l'Initiateur dépendra du nombre d'Actions acquises dans le cadre de l'Offre.

1.2. Rappel des caractéristiques de l'Offre

1.2.1. Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF, le 26 avril 2024, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions en circulation ou à émettre autres que les Actions détenues par l'Initiateur (sous réserve des exceptions détaillées à la Section 2.3 de la Note d'Information et 1.2.3 de la Note en Réponse), soit un nombre maximum de 24.918.887 Actions à la date de la Note en Réponse. La Note d'Information préparée par l'Initiateur a reçu le visa de l'AMF n°24-179 en date du 30 mai 2024.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, pendant la durée de l'Offre, la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit quinze euros (15€) par Action.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2.2. Ajustement des termes de l'Offre

Toute distribution de dividende, d'acompte sur dividende, de réserve, de prime d'émission ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature) décidée par la Société dont la date de détachement interviendrait, ou toute réduction de capital réalisée, avant la clôture de l'Offre donnera lieu à un ajustement, à l'euro l'euro du prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Offre portait sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit les Actions :

- qui étaient d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 27.235.886 Actions (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société, le Conseil d'administration ayant pris la décision de ne pas les apporter à l'Offre), et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison de :
 - i. l'exercice de 1.024.257 BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit au 24 avril 2024, un nombre maximum de 2.650.182 Actions ;
 - ii. l'exercice de 258.194 BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit au 24 avril 2024, un nombre maximum de 516.388 Actions ; et
 - iii. l'acquisition de 388.112 Actions Gratuites⁸ attribuées par la Société dans le cadre d'un Plan d'Actions Gratuites (tels que ces termes sont définis à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

à l'exception des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 90.291 Actions, et
- les 2.031.919 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

soit, au 24 avril 2024, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 30.790.568.

Postérieurement au dépôt du Projet de Note en Réponse et au 20 mai 2024, 620.914 Actions nouvelles ont été émises à raison de :

- l'acquisition effective, le 14 mai 2024, d'Actions Gratuites au titre du plan AP 2021, entraînant la création de 380.866 Actions (cf. Section 1.2.4 de la Note en Réponse) ; et
- l'exercice de 29.194 BSA et de 90.830 BSPCE entre le 24 avril 2024 et le 20 mai 2024 donnant lieu à l'émission de 240.048 Actions nouvelles.

⁸ Il est précisé que 380.866 Actions ont finalement été émises le 14 mai 2024 par la Société.

Dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter de la publication par l'AMF, en application de l'article 231-14 du RG AMF, des principales dispositions du projet d'Offre, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir, par l'intermédiaire de BNP Paribas, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, correspondant à 30% des Actions existantes visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 8.170.765 Actions au 24 avril 2024, ou, un maximum de 8.357.040 Actions au 20 mai 2024, en tenant compte de la création des 620.914 Actions nouvelles susvisées, par un ordre sur le marché libellé au Prix de l'Offre ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre. Dans ce cadre, entre le 26 avril et le 29 mai 2024, l'Initiateur a acquis 5.864.435 Actions Additionnelles. Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

A la date de la présente Note en Réponse, en conséquence de l'acquisition par l'Initiateur des Actions Additionnelles, l'Initiateur détient 75.699.609 Actions et 86.550.929 droits de vote représentant respectivement 77,42% du capital et 76,26% des droits de vote⁹, dont 10.851.320 Actions et 21.702.640 droits de vote sont assimilés aux Actions et droits de vote détenus par BidCo en application de l'article L. 233-9 du Code de commerce en raison d'un engagement irrévocable de Monsieur Denis Ladegaillerie d'apporter ces Actions à BidCo le premier jour ouvré après la clôture de l'Offre, conformément aux termes du Traité d'Apport tels que décrits plus en détail à la Section 1.3.2. de la Note d'Information et à la Section 6.2 de la Note en Réponse.

Dès lors, en conséquence, à la date de la Note en Réponse, l'Offre porte sur la totalité des Actions, en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit les Actions :

- qui sont d'ores et déjà émises, soit un nombre maximum de 21.992.365 Actions (à l'exclusion des Actions auto-détenues par la Société, le Conseil d'administration ayant pris la décision de ne pas les apporter à l'Offre), et
- qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, à raison de :
 - i. l'exercice de 933.427 BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSPCE (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit, au 20 mai 2024, un nombre maximum de 2.468.522 Actions ;
 - ii. l'exercice de 229.000 BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse) attribués par la Société au titre des Plans de BSA (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse), soit, au 20 mai 2024, un nombre maximum de 458.000 Actions,

à l'exception des Actions suivantes :

- les Actions auto-détenues par la Société soit, à la date de la Note en Réponse, 90.291 Actions, et
- les 2.031.919 Actions Gratuites en Cours d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse),

⁹ Sur la base d'un capital composé, en date du 20 mai 2024, de 97.782.265 Actions et d'un nombre total de 113.490.982 droits de vote théoriques, incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL).

soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum d'Actions visées par l'Offre égal à 24.918.887.

À l'exception des Actions Gratuites attribuées par la Société, des BSPCE et des BSA, il n'existe, à la date de la Note en Réponse, aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions. Il est précisé que les BSPCE et les BSA ne sont pas visés par l'Offre dans la mesure où ils sont incessibles.

1.2.4. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

A la date de la Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'actions gratuites (les « **Plans d'Actions Gratuites** ») au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son Groupe (les « **Actions Gratuites** »).

Chaque Plan d'Actions Gratuites prévoit que si, pendant la période d'acquisition, une offre publique vise les Actions, le Conseil d'administration peut modifier les conditions de performance ou supprimer toute condition de présence ou de performance et accélérer la période d'acquisition, à condition que les Actions Gratuites aient respecté une période d'acquisition minimale de 2 ans.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'Actions Gratuites au 20 mai 2024 :

Plans	AP 2021	AP 2022		AP 2023
Date de l'assemblée générale des actionnaires	25 mai 2021	25 mai 2021	20 juin 2022	16 juin 2023
Date de la décision du Conseil d'administration	15 septembre 2021	3 mai 2022	9 décembre 2022	27 avril 2023
Période d'acquisition	3 ans	3 ans	3 ans	3 ans
Date d'acquisition	15 septembre 2024	3 mai 2025	9 décembre 2025	27 avril 2026
Date d'acquisition anticipée	14 mai 2024	N/A	N/A	N/A
Conditions de performance	✓	✓	✓	✓
Nombre d'Actions Gratuites attribuées	784.543	790.298	113.333	1.264.347
Nombre d'Actions Gratuites annulées ou caduques au 20 mai 2024	403.677	51.759	0	84.300

Plans	AP 2021	AP 2022		AP 2023
Nombre d'Actions Gratuites acquises au 20 mai 2024	380.866	N/A	N/A	N/A
Nombre d'Actions Gratuites en cours d'acquisition au 20 mai 2024 si la condition de surperformance n'est pas remplie	0	645.563	100.000	987.195
Nombre maximum d'Actions Gratuites en cours d'acquisition au 20 mai 2024 en cas de surperformance	0	738.539	113.333	1.180.047

Compte tenu de la décision du Conseil d'administration en date du 18 avril 2024 (i) d'accélérer la période d'acquisition des Actions Gratuites attribuées dans le cadre du plan AP 2021 (en date du 15 septembre 2021) et (ii) de modifier à la marge les conditions de performance (objectifs RSE) dudit plan, 380.866 Actions Gratuites ont été acquises de manière anticipée le 14 mai 2024 sur la base de l'appréciation des conditions de performance effectuée par le Conseil d'administration.

Au 20 mai 2024, un nombre maximum de 2.031.919 Actions Gratuites (en cas d'atteinte des conditions de surperformance, ou 1.732.758 Actions Gratuites si ces conditions ne sont pas atteintes) sont en cours d'acquisition et le resteront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites en Cours d'Acquisition** »). Les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition ne sont pas incluses dans l'Offre (sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables).

1.2.5. Situations des titulaires de BSPCE et/ou de BSA

A la date de la Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (les « **BSPCE** ») et de bons de souscription d'actions (les « **BSA** ») au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son Groupe. Ils ont été attribués gratuitement aux bénéficiaires.

Étant précisé qu'à la suite de la division de la valeur nominale de l'action décidée par l'assemblée générale des actionnaires du 25 mai 2021, chaque BSPCE et BSA donne désormais droit à la souscription de deux (2) actions ordinaires nouvelles de la Société, à l'exception des BSPCE attribués dans le cadre du plan BSPCE 2012, où chaque BSPCE donne droit à vingt (20) Actions.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution de BSPCE (les « **Plans de BSPCE** ») et des plans d'attribution de BSA (les « **Plans de BSA** ») au 20 mai 2024 :

Plans	Date de l'autorisation	Date d'émission et d'attribution	Prix d'exercice par bon	Nombre de bons attribués	Nombre de bons en circulation	Prix d'exercice par Action sous-jacente	Nombre d'Actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice	Expiration de la période d'exercice
BSA 2016-1	30 juin 2016	31 décembre 2016	8,57 €	13.000	1.000	4,285 €	2.000	31 décembre 2026
BSA 2016-2	30 juin 2016	30 juin 2016	5,40 €	393.210	23.000	2,70 €	46.000	30 juin 2026
BSA 2018-1	15 octobre 2018	19 octobre 2018	9,18 €	480.000	205.000	4,59 €	410.000	19 octobre 2028
BSPCE 2012	18 décembre 2012	7 novembre 2014	12,24 €	73.542	33.426	0,612 €	668.520	7 novembre 2024
BSPCE 2016-1	30 juin 2016	30 juin 2016	5,40 €	260.000	250.000	2,70 €	500.000	30 juin 2026
BSPCE 2016-2	30 juin 2016	30 juin 2016	5,40 €	155.000	42.500	2,70 €	85.000	30 juin 2026
BSPCE 2018-1	15 octobre 2018	19 octobre 2018	9,18 €	845.000	550.001	4,59 €	1.100.002	19 octobre 2028
BSPCE 2019-1	15 octobre 2018	3 mai 2019	14,75 €	190.000	57.500	7,375 €	115.000	3 mai 2029

Au 20 mai 2024, 933.427 BSPCE et 229.000 BSA sont en circulation. Les BSPCE et les BSA peuvent être exercés jusqu'à leur expiration, fixée à dix (10) ans à compter de leur attribution. Aucun des BSPCE et des BSA en circulation n'est soumis au respect d'une période de conservation.

Ni les BSPCE ni les BSA ne peuvent être apportés à l'Offre dans la mesure où ils sont incessibles.

Les termes et conditions des plans de BSA et BSPCE ayant été arrêtés avant l'introduction en bourse de la Société, ceux-ci prévoyaient que les plans de BSA 2016-1, 2016-2 et 2018-1 et BSPCE 2016-1, 2016-2, 2018-1 et 2019-1 devenaient caducs à l'occasion de la réalisation d'un « Cas de Liquidité ». Les Actions étant depuis l'introduction en bourse de la Société négociables à tout moment, le Conseil d'administration a pris la décision le 18 avril 2024 (i) de considérer que toutes les références figurant dans les termes et conditions des BSA 2016-1, 2016-2 et 2018-1 et BSPCE 2016-1, 2016-2, 2018-1 et 2019-1 à un « Cas de Liquidité » devaient être considérées comme caduques et donc supprimées, et (ii) de constater qu'en conséquence les BSA et BSPCE resteront exerçables jusqu'à leur date d'expiration.

En conséquence de cette décision, les 933.427 BSPCE et 229.000 BSA peuvent être exercés pendant l'Offre et, comme indiqué à la Section 2.3 de la Note d'Information et de la Section 1.2.3 de la Note en

Réponse, les Actions émises avant la clôture de l'Offre à la suite de l'exercice des BSPCE et des BSA en circulation pourront être apportées à l'Offre par leurs titulaires, à savoir un maximum de 2.926.522 Actions.

1.3. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 26 avril 2024. Le même jour, la Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF et l'AMF a publié un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information et au Projet de Note en Réponse sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse a été tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de Believe et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.believe.com).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition a été diffusé par la Société le 26 avril 2024.

Par décision de conformité en date du 30 mai 2024, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°24-180 en date du 30 mai 2024 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF sera, conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, tenue gratuitement à la disposition du public, avant l'ouverture de l'Offre et au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité de l'AMF, au siège social de la Société. La Note en Réponse sera également mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.believe.com). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse sera diffusé conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF.

Le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société sera, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ce document sera également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.believe.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ce document sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le 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.

1.4. Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre à l'issue de l'Offre une procédure de retrait obligatoire pour les Actions non apportées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II, du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

1.5. Procédure d'apport à l'Offre

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

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation. L'attention des actionnaires 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, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

Les Actions détenues sous la forme « nominatif pur » dans le registre de la Société devront être converties et détenues sous la forme « nominatif administré » ou au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion sous forme « nominatif administré » ou au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre. L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des Actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente au Prix de l'Offre, soit quinze euros (15 €) par Action, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la Section 2.12 du de la Note d'Information.

Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires de Believe souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession 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, deux jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché conformément à la réglementation applicable.

Il est par ailleurs précisé que l'Initiateur se réserve le droit d'acquérir des Actions dans le cadre de l'Offre par voie d'achats hors marché.

Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires de Believe souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). 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, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la Section 2.12 de la Note d'Information.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation.

Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers concernant les modalités d'apport à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres.

1.6. Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre

À compter de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre, en application de l'article 231-14 du règlement général de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur s'est réservé la faculté d'acquérir, sur le marché par l'intermédiaire de BNP Paribas et hors marché, des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant à 30% des Actions existantes visées par le projet d'Offre, soit un maximum de 8.170.765 Actions au 24 avril 2024, ou, un maximum de 8.357.040 Actions au 20 mai 2024, en tenant compte de l'acquisition de 380.866 Actions Gratuites attribuées par la Société au 14 mai 2024 et de l'exercice des BSA et des BSPCE (correspondant, au 20 mai 2024, à l'émission de 240.048 Actions nouvelles), par un ordre sur le marché libellé au Prix de l'Offre ou par acquisitions hors marché au Prix de l'Offre.

Dans ce cadre, entre le 26 avril et le 29 mai 2024, l'Initiateur a acquis les Actions Additionnelles. Les Actions Additionnelles ne sont donc plus visées par l'Offre.

Ces acquisitions ont été déclarées chaque jour à l'AMF et publiées sur le site internet de l'AMF conformément à la réglementation en vigueur. Cette information est publiée en français et en anglais, sur le site internet de la Société (www.believe.com) et est ainsi accessible aux Actionnaires Américains.

1.7. Calendrier indicatif de l'Offre

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

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

Date	Principales étapes de l'Offre
26 avril 2024	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
26 avril 2024	- Dépôt du Projet de Note en Réponse, comprenant l'avis motivé et favorable du Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse
26 avril 2024	- Début des acquisitions d'Actions par l'Initiateur conformément à la Section 2.8 (<i>Interventions sur le marché ou hors marché pendant la période d'Offre</i>) du Projet de Note d'Information
30 mai 2024	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société. - Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note d'Information visée - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée
31 mai 2024	- Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
31 mai 2024	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.believe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
31 mai 2024	- Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables l'Initiateur

Date	Principales étapes de l'Offre
	- Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société
31 mai 2024	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
3 juin 2024	- Ouverture de l'Offre pour une durée de quinze (15) jours de bourse
21 juin 2024	- Clôture de l'Offre
25 juin 2024	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
4 juillet 2024	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris

1.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La Section 2.13 de la Note d'Information indique que :

- l'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.
- l'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.
- la diffusion de la Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.
- ni la Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

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

La Société et l'Initiateur déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis

L'Offre vise les titres de Believe, société de droit français, et est soumise à des obligations d'information et de procédure françaises, différentes de celles applicables aux États-Unis. Les actionnaires aux États-Unis sont informés que les titres de Believe ne sont pas cotés sur une bourse américaine et que Believe n'est pas soumise aux obligations de déclaration périodique du U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel que modifié (la « **Loi de 1934** »), et n'est pas tenue de déposer, ni n'a déposé, de rapports auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « **SEC** ») en vertu de celle-ci.

L'Offre est ouverte aux États-Unis conformément à la Section 14(e) et à la Règle 14E de la Loi de 1934, sous réserve des exemptions prévues par la Règle 14d-1(c) de la Loi de 1934 concernant les offres publiques Tier I (l'« **Exemption Tier I** ») et conformément aux obligations d'information et de procédure françaises, y compris celles relatives aux droits de retrait, au calendrier de l'offre, au règlement-livraison, à la renonciation aux conditions et aux dates de règlement, qui sont différentes des règles et des procédures américaines relatives aux offres publiques. Les actionnaires de Believe domiciliés aux États-Unis (les « **Actionnaires Américains** ») sont invités à consulter leurs propres conseillers au sujet de l'Offre.

L'Offre est faite aux Actionnaires Américains selon les mêmes termes et conditions que tous les autres actionnaires de Believe auxquels une offre est faite. Tous les documents d'information, et notamment la Note d'Information et la Note en Réponse, sont diffusés aux Actionnaires Américains dans des conditions comparables aux autres actionnaires de Believe.

Comme le permet l'Exemption Tier I, le règlement-livraison de l'Offre est réalisé conformément aux dispositions du droit français applicables, qui diffèrent des procédures de règlement habituelles aux États-Unis, notamment en ce qui concerne le moment où le prix de cession est versé. L'Offre, qui est soumise au droit français, est faite aux Actionnaires Américains conformément aux lois américaines sur les valeurs mobilières applicables et aux exemptions applicables en vertu de celles-ci, en particulier l'Exemption Tier I. Dans la mesure où l'Offre est soumise aux lois américaines sur les valeurs mobilières, ces lois ne s'appliquent qu'aux Actionnaires Américains et ne pourront donc donner lieu à une quelconque réclamation de la part de toute autre personne.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires de Believe de faire valoir leurs droits et toute réclamation qu'ils pourraient avoir en vertu des lois américaines (fédérales ou étatiques) sur les valeurs mobilières en lien avec l'Offre, étant donné que Believe est située en dehors des États-Unis, et certains ou la totalité de ses dirigeants et administrateurs pourraient résider dans des pays autres que les États-Unis. Les actionnaires de Believe pourraient ne pas être en mesure d'assigner Believe ou ses dirigeants ou administrateurs devant un tribunal non américain pour toute violation des lois américaines sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait être difficile de contraindre Believe et/ou ses affiliés à se soumettre à la juridiction ou à une décision d'un tribunal américain.

Dans la mesure permise par la loi ou la réglementation applicable, BidCo peut de temps à autre et pendant la période d'Offre, et en dehors du cadre de l'Offre, acquérir directement ou indirectement des Actions en dehors des États-Unis. Ces acquisitions peuvent avoir lieu soit sur le marché à un prix égal au cours de bourse, soit dans le cadre de transactions hors-marché à un prix négocié. En outre, dans la mesure permise par la loi ou la réglementation applicable, les conseillers financiers de BidCo peuvent également exercer des activités de négociation de titres de Believe dans le cours normal des affaires, ce qui peut inclure des acquisitions ou des accords visant à acquérir de tels titres, pour autant que ces achats

ou accords soient conformes à la loi applicable. Les informations concernant ces achats ou accords seront publiées par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

La réception de toute somme d'argent dans le cadre de l'Offre par un Actionnaire Américain peut constituer une transaction imposable au titre de l'impôt fédéral américain sur le revenu et en vertu des lois fiscales locales et étatiques applicables, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Chaque actionnaire est invité à consulter un conseil professionnel indépendant au sujet des conséquences fiscales de l'acceptation de l'Offre. Ni BidCo ni ses administrateurs, dirigeants, employés ou agents respectifs ou toute autre personne agissant en leur nom et pour leur compte dans le cadre de l'Offre ne pourra être tenu responsable des conséquences ou obligations fiscales découlant de l'acceptation de cette Offre.

Ni la SEC ni aucune autre autorité boursière d'un État américain n'a approuvé ou désapprouvé l'Offre, ni ne s'est prononcée sur la conformité ou l'exhaustivité de la Note d'Information ou de la Note en Réponse. Toute déclaration contraire constitue une infraction pénale aux États-Unis.

2. PROCÉDURES D'INFORMATION ET DE CONSULTATION DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE DE LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article L. 2312-52 du Code du travail, le comité social et économique de la Société a été informé sur le dépôt de l'Offre le 12 février 2024. Le comité social et économique de la Société a également été consulté, conformément aux dispositions des articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, sur le projet d'Acquisitions (décrit à la Section 1.1.1 de la Note en Réponse) et a rendu un avis favorable le 1^{er} mars 2024.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le 18 avril 2024, le Conseil d'administration était constitué des membres suivants :

1. Monsieur Denis Ladegaillerie (président du Conseil d'administration et directeur général) ;
2. Monsieur John Doran ;
3. La société Ventech, représentée par Monsieur Alain Caffi ;
4. Madame Anne-France Laclide-Drouin*,
5. Madame Orla Noonan*,
6. Fonds Stratégique de Participations, représenté par Madame Cécile Frot-Coutaz* ; et
7. La société Siparex XAnge Venture, représenté par Monsieur Nicolas Rose (censeur).

** administrateurs indépendants*

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à l'instruction AMF n°2006-08 et à la recommandation AMF 2006-15, le Conseil d'administration a mis en place, lors de sa réunion 20 octobre 2023, un comité *ad hoc*, chargé de proposer au Conseil d'administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé. Ce comité est composé de trois membres indépendants du Conseil d'Administration – à savoir Madame Orla Noonan, Fonds Stratégique de Participations (représenté par Madame Cécile Frot-Coutaz) et Madame Anne France Laclide-Drouin (le « **Comité Ad Hoc** »).

Lors de sa réunion du 11 février 2024, le Conseil d'administration a confirmé la création et la composition du Comité Ad Hoc puis a désigné, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet Ledouble,

représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, 2° et 4° du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration se sont réunis le 18 avril 2024, sous la présidence de Monsieur Denis Ladegaillerie, président du Conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent physiquement ou par visioconférence.

Préalablement à la réunion, les documents suivants ont notamment été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration, afin de leur permettre de détenir toutes les informations nécessaires à l'émission de leur avis motivé :

- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, qui contient notamment les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze (12) prochains mois, les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par BNP Paribas et Goldman Sachs, en tant que banques présentatrices de l'Offre (les « **Etablissements Présentateurs** »), ainsi que le résumé des principaux accords connexes à l'Offre, qui serait déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF lors du dépôt de l'Offre ;
- le Projet de Note en Réponse établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, qui reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre, et qui a vocation à être déposé par la Société auprès de l'AMF concomitamment au dépôt de l'Offre et du Projet de Note d'Information ;
- le projet d'avis motivé établi par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Ledouble, Expert Indépendant, en date du 18 avril 2024, dont les conclusions sont résumées ci-après ; et
- l'avis financier de la banque Citigroup Global Markets Europe AG (« **Citi** ») en date du 18 avril 2024, adressé aux membres du Conseil d'Administration¹⁰.

Le Conseil d'Administration rappelle que pour lui permettre d'accomplir diligemment la mission qui lui incombe d'analyser l'Offre de l'Initiateur et de rendre un avis motivé sur cette Offre, il s'est fait assister par des conseils financier (Citi) et juridique (Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I.).

Le Conseil d'Administration a siégé uniquement avec les administrateurs indépendants¹¹, les autres administrateurs étant soit liés au Consortium (pour Monsieur Denis Ladegaillerie et Monsieur John Doran) soit liés à une société engagée contractuellement à céder ses titres au Consortium (Monsieur

¹⁰ L'avis financier relatif au caractère équitable du Prix de l'Offre, est fondé sur et soumis aux diverses hypothèses, réserves, et autres limitations y figurant. Cet avis financier ne constitue pas, et n'a pas vocation à constituer, une « attestation d'équité » et Citi ne peut être considéré comme agissant en qualité d'« expert indépendant », dans chaque cas au sens du Règlement général de l'AMF. Par ailleurs, cet avis financier ne constitue en aucun cas une recommandation aux actionnaires de la Société sur la question de savoir s'ils doivent apporter ou non leurs titres à l'Offre. Cet avis financier est adressé au seul usage et bénéfice des membres du Conseil d'Administration, nulle autre personne ne pouvant s'en prévaloir.

¹¹ C'est-à-dire une composition identique à celle du Comité Ad-Hoc.

Alain Caffi)¹².

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité des membres indépendants siégeant :

*« Il est rappelé que la société Upbeat BidCo, société par actions simplifiée, au capital d'un euro (1€), dont le siège social est situé 176 avenue Charles de Gaulle, 92200, Neuilly-sur-Seine, France, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 985 046 424 (« **Upbeat** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec des fonds TCV et EQT X et le fondateur et Président directeur général (le « **Dirigeant** ») de la Société, Monsieur Denis Ladegaillerie (ensemble le « **Consortium** »), a conditionné l'Acquisition des Blocs (tel que ce terme est défini ci-après) et le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») sur les actions de la Société à un prix de 15 euros par action (le « **Prix de l'Offre** »), à la réception d'un avis motivé du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, sur l'intérêt et sur les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le projet d'Offre serait déposé dans les jours qui suivent.*

*Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à l'instruction AMF n°2006-08 et à la recommandation AMF 2006-15, le Conseil d'Administration a mis en place, lors de sa réunion 20 octobre 2023, un comité ad hoc, chargé de proposer au Conseil d'Administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé. Ce comité est composé de trois membres indépendants du Conseil d'Administration – à savoir Madame Orla Noonan, Fonds Stratégique de Participations (représenté par Madame Cécile Frot-Coutaz) et Madame Anne France Laclide-Drouin (le « **Comité Ad Hoc** »).*

*Lors de sa réunion du 11 février 2024, le Conseil d'Administration a désigné, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet Ledouble, représenté par Agnès Piniot et Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, 2° et 4° du Règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).*

Préalablement à la réunion de ce jour, les documents suivants ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'Administration, afin de leur permettre de détenir toutes les informations nécessaires à l'émission de leur avis motivé :

- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, qui contient notamment les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze (12) prochains mois, les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par BNP Paribas et Goldman Sachs, en tant que banques présentatrices de l'Offre (les « **Etablissements Présentateurs** »), ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** »), qui serait déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF lors du dépôt de l'Offre ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF (le « **Projet de Note en Réponse** »), qui reste à compléter de l'avis motivé du Conseil d'Administration sur l'Offre, et qui a vocation à être déposé par la Société auprès de*

¹² Il en va de même que Monsieur Nicolas Rose, censeur.

l'AMF concomitamment au dépôt de l'Offre et du Projet de Note d'Information ;

- *le projet d'avis motivé établi par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF ;*
- *le rapport du cabinet Ledouble, Expert Indépendant, en date du 18 avril 2024, dont les conclusions sont résumées ci-après ; et*
- *l'avis financier de la banque Citigroup Global Markets Europe AG (« Citi ») en date du 18 avril 2024, adressé aux membres du Conseil d'Administration¹³.*

Le Conseil d'Administration rappelle que pour lui permettre d'accomplir diligemment la mission qui lui incombe d'analyser l'Offre de l'Initiateur et de rendre un avis motivé sur cette offre, il s'est fait assister par des conseils financier (Citi) et juridique (Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I.).

Le Conseil d'Administration siège uniquement avec les administrateurs indépendants, les autres administrateurs étant soit liés au Consortium (pour Monsieur Denis Ladegaillerie et Monsieur John Doran) soit liés à une société engagée contractuellement à céder ses titres au Consortium (Monsieur Alain Caffi)¹⁴.

Rappel des principaux termes de l'Offre et de son contexte

L'origine de l'Offre

Le 9 octobre 2023, le fonds Technology Crossover Venture (« TCV ») a approché le Conseil d'Administration en indiquant réfléchir à s'adjoindre un ou plusieurs co-investisseurs pour constituer un véhicule d'investissement, auquel le Dirigeant s'associerait en y apportant ses actions, ce véhicule étant appelé à mettre en œuvre une offre publique d'achat dans la perspective de retirer la Société de la cote.

Le Dirigeant avait, à cette occasion, expliqué au Conseil d'Administration que la cotation n'avait pas apporté à la Société les principaux avantages attendus, alors que la Société avait affiché de très bonnes performances opérationnelles. Notamment, la liquidité s'était avérée insuffisante pour permettre, dans des bonnes conditions, la sortie des actionnaires qui souhaitaient réaliser leur investissement. D'autre part, le cours de bourse décevant avait été un frein à la possibilité pour Believe de jouer son rôle de consolidateur du secteur.

Le Dirigeant indiquait que, dans ces conditions, l'adossement de la Société à un ou plusieurs fonds d'investissement disposant de moyens financiers importants, avec un historique d'investissement dans la musique, et soutenant les objectifs de croissance et de consolidation de l'équipe de management, lui paraissait la meilleure solution pour répondre aux objectifs de Believe.

Il indiquait avoir eu des contacts réguliers avec des industriels du secteur. De ces contacts il ressortait qu'aucun industriel ne paraissait en mesure de faire une offre. Pour des raisons de confidentialité, il lui semblait important de se concentrer sur un univers réduit d'investisseurs financiers ayant montré un

¹³ L'avis financier relatif au caractère équitable du Prix de l'Offre, est fondé sur et soumis aux diverses hypothèses, réserves, et autres limitations y figurant. Cet avis financier ne constitue pas, et n'a pas vocation à constituer, une « attestation d'équité » et Citi ne peut être considéré comme agissant en qualité d' « expert indépendant », dans chaque cas au sens du Règlement général de l'AMF. Par ailleurs, cet avis financier ne constitue en aucun cas une recommandation aux actionnaires de la Société sur la question de savoir s'ils doivent apporter ou non leurs titres à l'Offre. Cet avis financier est adressé au seul usage et bénéfice des membres du Conseil d'Administration, nulle autre personne ne pouvant s'en prévaloir.

¹⁴ Il en va de même que Monsieur Nicolas Rose, censeur.

intérêt de principe sur la base de discussions exploratoires.

*Sur ces bases, TCV et le Dirigeant indiquaient qu'ils solliciteraient des intérêts de principe d'un nombre réduit d'investisseurs financiers, et qu'ils ne leur donneraient pas accès à ce stade à des informations privilégiées. Le Conseil d'Administration décidait de désigner Gide Loyrette Nouel (« **Gide** ») comme conseil de la Société et du Conseil d'Administration. Il constituait en son sein un Comité Ad Hoc, composé de de trois membres indépendants du Conseil d'administration – à savoir Madame Orla Noonan, le Fonds Stratégique de Participations (représenté par Mrs. Cécile Frot-Coutaz) et Madame Anne France Laclide-Drouin – afin que le Conseil d'Administration soit organisé au mieux pour le cas où le processus aboutirait à une offre publique d'acquisition et plus généralement afin de faciliter les travaux du Conseil d'Administration en relation avec le projet, y compris dans sa phase préparatoire*

Le 20 décembre 2023, TCV et le Dirigeant informaient le Conseil d'Administration des suites du processus discuté le 9 octobre 2023. Après réception par eux de plusieurs offres préliminaires reçues dans le cadre d'un processus de mise en concurrence des parties intéressées, la proposition d'EQT paraissait à TCV et au Dirigeant la mieux-disante -y compris financièrement- et la plus adaptée aux objectifs de la Société. Pour des raisons d'efficacité et de confidentialité, TCV et le Dirigeant proposaient que des discussions approfondies n'aient lieu qu'avec EQT. A cette occasion, TCV et le Dirigeant demandaient que EQT (et les autres membres du futur Consortium) aient accès à certaines informations confidentielles dans le cadre d'une « data room » sécurisée par des accords de confidentialité conformes aux pratiques usuelles. Après que le conseil juridique de la Société avait confirmé que ce processus était conforme à la réglementation applicable, le Conseil d'Administration en prenait acte. A cette occasion, le Conseil d'Administration désignait Citi comme conseil financier de la Société.

A la suite de ces diligences, le 6 février 2024, la Société a reçu une lettre d'offre du Consortium pour une proposition susceptible d'aboutir au dépôt d'une offre publique d'achat visant les titres de la Société au prix de 14 euros par action. Le dépôt de ladite offre était notamment conditionné à (i) la conclusion d'accords relatif à l'acquisition de blocs de contrôle, sous réserve de la finalisation de travaux de due diligence confirmatoires et (ii) à ce que l'avis motivé du Conseil d'Administration conclue que l'offre est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires et recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'offre.

La formulation de l'Offre

*A la suite de discussions entre les membres du Comité Ad Hoc et du Consortium afin d'améliorer ladite offre et notamment ses conditions financières, le 11 février 2024, la Société a été saisie du projet d'Offre publique d'achat du Consortium révisé au prix de 15 euros par action. Cette offre faisait suite à la décision du Consortium d'acquérir les actions de TCV Luxco BD S.à r.l., Ventech et XAnge, actionnaires historiques de Believe, détenant respectivement 41,14 %, 12,03 % et 6,29 % du capital de Believe, au prix de 15 euros (l'« **Acquisition des Blocs** »). Le Consortium envisageait également que le Dirigeant, apporte une partie de ses actions de la Société à l'Initiateur (représentant 11,17% du capital) et lui vende la part restante (représentant 1,29% du capital). Ces acquisitions et apport auraient porté la participation du Consortium à 71,92 % du capital social de la Société. Par ailleurs, il est précisé que le Consortium avait obtenu d'autres actionnaires de la Société des engagements d'apporter leurs actions à l'Offre (représentant 3% du capital de la Société).*

A la suite de l'Acquisition des Blocs et de l'apport, le Consortium envisageait de déposer l'Offre dans le but de retirer la Société de la cote, si le Consortium atteignait les niveaux de détention nécessaire

pour initier une procédure de retrait obligatoire.

L'Acquisition des Blocs, ainsi que le dépôt de l'Offre, étaient soumis à deux conditions :

- *d'une part, à l'obtention des autorisations réglementaires nécessaires (la « **Condition Réglementaire** ») ; et*
- *d'autre part, la recommandation de l'Offre par le Conseil d'Administration à la suite notamment (x) du rapport de l'expert indépendant stipulant, dans sa conclusion présentée comme une attestation d'équité que l'Offre est équitable d'un point de vue financier y compris pour un retrait obligatoire et qu'il n'existe pas d'accord connexe susceptible d'affecter l'égalité de traitement entre actionnaires et (y) la consultation du comité social et économique (CSE), la recommandation du Conseil d'Administration devant prendre la forme d'un avis motivé concluant sans réserve que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommandant aux actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre (la « **Condition d'Avis Favorable** »).*

L'Offre revêtirait un caractère obligatoire, faisant suite à la réalisation de l'Acquisition des Blocs. Elle serait réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivant du Règlement général de l'AMF, et aurait été ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Le même jour, le Conseil d'Administration s'est réuni notamment pour :

- *accueillir favorablement l'Offre, à l'unanimité des administrateurs indépendants, sans préjuger des conclusions de son étude détaillée des modalités de l'opération, à la lumière notamment du rapport qui sera établi par l'Expert Indépendant ;*
- *confirmer la création du Comité Ad Hoc et sa composition ; et*
- *désigner, sur proposition du Comité Ad Hoc, le cabinet Ledouble, représenté par Agnès Piniot et Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.*

Le 12 février 2024 (avant bourse), le Consortium, puis la Société, ont publié des communiqués pour annoncer les termes de la proposition du Consortium et de l'Offre.

L'intérêt potentiel de Warner Music group

*Le 21 février 2024, Warner Music group (« **WMG** ») a approché la Société pour entamer des discussions concernant un éventuel rapprochement de Believe avec WMG et pour obtenir l'accès à des informations confidentielles en vue de présenter éventuellement une offre plus attrayante à la Société et à ses actionnaires.*

Le Comité Ad Hoc, cherchant à évaluer si la proposition de WMG pouvait constituer une alternative à l'offre du Consortium à des conditions financières plus avantageuses, a demandé certaines clarifications à WMG.

Après discussions entre les membres du Comité Ad hoc, le 24 février 2024, le Conseil d'Administration s'est réuni pour déterminer les suites à donner à la manifestation d'intérêt de WMG et a approuvé, à l'unanimité de ses membres indépendants, un projet de réponse à donner au courrier de WMG.

En conséquence, le 25 février 2024, le Comité Ad Hoc a adressé un courrier à WMG pour lui indiquer avoir pris note de sa manifestation d'intérêt, en avoir discuté et, en conséquence, lui demander un

certain nombre de clarifications pour pouvoir entrer le cas échéant en discussions et lui octroyer un accès à de l'information confidentielle. À cette occasion, le Comité Ad Hoc a notamment demandé à WMG d'indiquer le prix qu'il serait prêt à proposer, même à titre préliminaire, et d'expliquer comment cette dernière pensait être en mesure de formuler une offre concurrente compte tenu de l'engagement d'Acquisition des Blocs du Consortium.

Le 27 février 2024, WMG a indiqué aux membres du Conseil d'Administration que, à ce stade, elle devrait être en mesure de valoriser les actions de Believe à un minimum de 17 euros par action (coupon de dividende attaché), sur la base des informations publiques actuellement disponibles, tout en réaffirmant que son approche ne constituait pas une offre, n'impliquait aucune obligation de faire une offre, et ne constituait pas une intention ferme de formuler une offre. Elle précisait par ailleurs qu'elle ne voyait pas comment le Conseil d'Administration pourrait donner sa recommandation sur l'offre du Consortium s'il existait une offre mieux-disante, et que dans ces conditions la Condition d'Avis Favorable ne serait pas satisfaite.

Le 27 février 2024, le Comité Ad Hoc s'est réuni pour discuter des suites à donner à la seconde lettre de WMG.

À la suite de la manifestation d'intérêt de WMG, Upbeat a informé le Conseil d'Administration le 28 février 2024 (et le public par voie de communiqué de presse le 29 février 2024), qu'il disposait d'un droit unilatéral de renoncer à la Condition d'Avis Favorable du Conseil d'Administration, possibilité de renonciation unilatérale stipulée dans les contrats pour l'Acquisition des Blocs, ainsi que de sa décision de renoncer à cette condition. Upbeat a également indiqué au Conseil d'Administration que, par conséquent, la réalisation de l'Acquisition des Blocs demeurerait exclusivement soumise à la Condition Réglementaire (au titre du droit de la concurrence), que Upbeat comptait obtenir dans les meilleurs délais.

Par courrier en date du 2 mars 2024, WMG a indiqué à la Société qu'elle considérait que la renonciation à la Condition d'Avis Favorable était contraire à la réglementation boursière et a demandé à avoir accès à des informations confidentielles afin de pouvoir formuler une offre concurrente sur les titres de la Société.

Entre le 29 février 2024 et le 5 mars 2024, le Comité Ad Hoc s'est réuni à plusieurs reprises pour discuter des suites à donner à la renonciation du Consortium à la Condition d'Avis Favorable et de la position de WMG.

Le Comité Ad-Hoc a considéré que son rôle était de faire toute diligence, d'une part pour s'assurer de la conformité du processus en cours aux règles applicables -notamment les règles du droit boursier-, et plus généralement pour faire en sorte que les actionnaires puissent décider d'apporter leurs titres -ou pas- à la meilleure offre possible, compte tenu également des circonstances en présence (en ce compris les engagements contractuels que certains actionnaires avaient pu choisir de prendre).

Dans ce contexte, et après avoir pris l'avis de son conseil juridique, le Comité Ad Hoc a demandé à ce dernier de saisir l'AMF par lettre en date du 5 mars 2024, afin de demander à l'Autorité si (i) Upbeat était en mesure, au moment où elle l'a fait, de renoncer unilatéralement à la Condition d'Avis Favorable, compte tenu du fait que cette faculté lui était donnée conformément aux accords conclus pour l'Acquisition des Blocs, ou si (ii) compte tenu de la Condition d'Avis Favorable initialement prévue et d'une manifestation d'intérêt d'un tiers intéressé à un prix potentiellement plus élevé, les principes des offres publiques d'achat, y compris le principe du libre jeu des offres et de leurs surenchères,

empêchaient une telle renonciation à la Condition d'Avis Favorable.

Par un communiqué de presse du 7 mars 2024, WMG a réitéré publiquement sa manifestation d'intérêt. Dans ce communiqué de presse, WMG a indiqué attendre l'accès à une liste limitée d'informations clés de due diligence pour confirmer son prix indicatif d'un minimum de 17 euros par action (coupon attaché). WMG a également précisé qu'elle considérait que la renonciation du Consortium à la Condition d'Avis Favorable du Conseil d'Administration était contraire à la réglementation boursière française et que la validité de cette renonciation pourrait être contestée.

Le Consortium a publié un communiqué de presse en réponse le 8 mars 2024 précisant que, de son point de vue, sa décision de renoncer à la Condition d'Avis Favorable était parfaitement valide et avait été prise en pleine conformité avec la réglementation française. Le Consortium a confirmé qu'il déposerait, après la réalisation de l'Acquisition des Blocs, une offre publique d'achat obligatoire pour acquérir les 28 % restants au même prix de 15 euros par action payé aux actionnaires vendeurs des blocs, comme l'exige la réglementation française en matière d'offre publique d'achat.

À la suite de ces événements, le Comité Ad Hoc, après en avoir discuté notamment lors de sa réunion du 9 mars 2023, a publié un communiqué de presse le 11 mars 2024 pour informer le marché qu'il avait saisi l'AMF sur la validité de la renonciation par le Consortium à la Condition d'Avis Favorable.

L'AMF, dans sa lettre en date du 22 mars 2024 adressée à la présidente du Comité Ad-Hoc, a indiqué :

« Dans sa séance du 22 mars 2024, le Collège de l'AMF a considéré que la renonciation par le consortium à la condition suspensive, stipulée à son seul bénéfice - ce dont le marché n'avait pas connaissance - de l'avis favorable du Conseil d'Administration, au regard de la manifestation d'intérêt, non publique à ce stade, d'une tierce partie, à un prix indicatif supérieur, porte atteinte aux principes directeurs du droit des offres publiques, qui relèvent de l'ordre public de direction, et notamment les principes de loyauté, de transparence et de libre jeu des offres et de leurs surenchères au sens des dispositions de l'article 231-3 du règlement général.

Comme évoqué dans votre saisine, la stipulation de la condition suspensive précitée faisait notamment dépendre l'exécution des contrats de cession de l'avis motivé favorable du Conseil d'Administration, lequel est une étape réglementaire essentielle du déroulement d'une offre publique. Cette condition était donc directement liée aux modalités de réalisation de l'offre publique.

En exerçant, dans le contexte précité, sa faculté de renonciation unilatérale à ladite condition suspensive, stipulée à son seul bénéfice, alors que WMG avait fait connaître une manifestation d'intérêt valorisant la société Believe à au moins 17 euros par action, le consortium, qui avait connaissance de cette information non publique, s'est octroyé un avantage déterminant dans le succès de son offre, en violation des principes de loyauté, de transparence et de libre jeu des offres et de leurs surenchères. »

Dans ce contexte, le 23 mars 2024, le Comité Ad Hoc puis le Conseil d'Administration se sont réunis. Le Conseil d'Administration (par un vote de ses administrateurs indépendants uniquement) a décidé d'inviter WMG à soumettre une offre engageante, inconditionnelle et entièrement financée pour Believe. À cet effet, la Société a donné accès à WMG à une data room après conclusion d'engagements de confidentialité appropriés. Le Conseil d'Administration a demandé à WMG de soumettre son offre engageante au plus tard le 7 avril 2024.

Entre le 23 mars 2024 et le 6 avril 2024 :

- WMG a eu accès à des informations confidentielles de la Société dans le cadre d'une procédure

de data room et a également bénéficié de plusieurs sessions de présentation de la Société et de questions/réponses avec le management et les équipes de la Société ;

- *le Comité Ad Hoc s'est réuni à plusieurs reprises pour discuter des travaux de due diligence en cours et s'est assuré du respect de l'égalité d'accès à l'information entre les compétiteurs ;*
- *le Comité Ad Hoc s'est également entretenu avec WMG et ses conseils, d'une part, et avec le Consortium d'autre part, pour chercher à obtenir les meilleures propositions possibles pour la Société et ses parties prenantes, sans que ces discussions n'aient abouti à des propositions concrètes.*

Le 6 avril 2024, WMG indiquait au Comité Ad-Hoc qu'il renonçait à faire une offre pour Believe, et l'annonçait par un communiqué de presse.

Le Comité Ad-Hoc en prenait acte et indiquait vouloir s'entretenir avec les parties intéressées, dont le Consortium, avant de déterminer la marche à suivre.

L'Offre en présence, objet du présent avis

A la suite de ce retrait, le Consortium a indiqué au Comité Ad-Hoc qu'il restait saisi de sa proposition initiale en date du 11 février 2024.

En revanche, après échange avec l'expert indépendant et le Comité Ad Hoc, le Consortium indiquait par communiqué du 12 avril 2024 qu'il n'avait plus l'intention de demander un retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre.

Rappel sur la constitution du Comité Ad Hoc

Il est rappelé que le Conseil d'Administration réuni le 20 octobre 2023 a décidé de constituer un Comité Ad Hoc, composé de trois membres indépendants du Conseil d'Administration – à savoir Madame Orla Noonan, le Fonds Stratégique de Participations (représenté par Mrs. Cécile Frot-Coutaz) et Madame Anne France Laclide-Drouin – afin que le Conseil d'Administration soit organisé au mieux pour le cas où le processus aboutirait à une offre publique d'acquisition et plus généralement afin de faciliter les travaux du Conseil d'Administration en relation avec le projet, y compris dans sa phase préparatoire. La création du Comité Ad Hoc et sa composition ont été confirmés lors de la réunion du Conseil d'administration en date du 11 février 2024, y compris afin de proposer au Conseil d'Administration la désignation d'un expert indépendant, superviser le suivi de ses travaux et préparer un projet d'avis motivé.

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

Dans la mesure où (i) des dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, (ii) divers accords qui pourraient être considérés comme connexes à l'Offre ont été conclus entre l'Initiateur et certains actionnaires et/ou dirigeants de la Société et (iii) l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration, l'Offre requiert la désignation d'un expert indépendant.

Une fois informés du projet du Consortium, susceptible d'entraîner l'obligation de déposer une offre publique, 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 liens présents ou passés avec la Société ou l'Initiateur, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires, (iii) de leur proposition financière

et (iv) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité Ad Hoc ont unanimement décidé, lors de leur réunion du 11 février 2024, de recommander le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, qui intervient régulièrement sur ce type d'opérations et offre toutes les garanties, tant en termes d'indépendance, de compétence et de moyens, pour exercer la mission d'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre.

Le même jour, le Conseil d'Administration, sur recommandation du Comité Ad Hoc, 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.

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.

Connaissance prise de l'intention du Consortium de ne pas demander un retrait obligatoire dans le cadre de l'Offre, et sur la base de la lettre de mission de la Société, l'Expert Indépendant a rendu son rapport sur le fondement des dispositions de l'article 261-1, I 2° et 4° du Règlement général de l'AMF. La lettre de mission du cabinet Ledouble est annexée au rapport de l'Expert Indépendant.

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité Ad Hoc

Madame Orla Noonan, présidente du Comité Ad Hoc, en présente les travaux.

Le Comité Ad Hoc s'est réuni à de nombreuses reprises depuis qu'il a été informé de la mise en œuvre fin 2023 d'un processus compétitif par le Dirigeant et TCV pour la recherche d'un ou plusieurs co-investisseurs afin de créer un consortium dans le but de déposer une offre publique visant l'intégralité des titres de la Société.

En particulier, le Comité Ad Hoc s'est entretenu avec l'Expert Indépendant :

- dès le mois de février 2024, pour un premier point introductif sur sa mission et les informations nécessaires pour débiter ses travaux ;
- le 26 février 2024, en présence des conseils financier et juridique de la Société, pour aborder les premiers constats de l'Expert Indépendant et notamment l'informer de la manifestation d'intérêt de WMG ;
- le 8 mars 2024, en présence des conseils financier et juridique de la Société, pour une présentation détaillée par l'Expert Indépendant de ses premiers constats ;
- le 10 avril 2024, en présence des conseils financier et juridique de la Société, pour une présentation de ses conclusions à date.

Tout au long de cette période, le Comité Ad Hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations que ce dernier estimait nécessaires pour l'exécution de sa mission, et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

L'Expert Indépendant a ainsi pu échanger avec la direction de la Société à plusieurs reprises ainsi qu'avec l'Initiateur, les Etablissement Présentateur.

Il est précisé que la Société a communiqué à l'Expert Indépendant un certain nombre de documents d'ordre financier ou juridique, notamment le plan d'affaires de la Société pour la période 2024-2030 préparé par le management et approuvé par le Conseil d'Administration le 12 janvier 2024¹⁵.

Travaux de l'Expert Indépendant et conclusions de son rapport

À l'issue des échanges entre le Comité Ad Hoc et l'Expert Indépendant détaillés ci-dessus, le cabinet Ledouble a remis son rapport au Conseil d'Administration le 18 avril 2024.

L'Expert Indépendant, en la personne de Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, présente aux membres du Conseil d'Administration une synthèse de ses travaux et 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) :

« Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.6.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritères ;*
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations 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 ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Le Prix de l'Offre constitue à ce jour l'offre la mieux-disante d'un point de vue financier, étant rappelé que :

- les Acquisitions de Blocs sont intervenues à l'issue d'un processus de recherche d'un investisseur mené auprès de plusieurs fonds d'investissement bénéficiant de références dans l'industrie musicale, aucun des investisseurs potentiels n'ayant formulé d'offre engageante ou non-engageante à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;*
- le 6 avril 2024, après avoir mené des diligences, WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre.*

Nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires qui sous-tend l'Évaluation Multicritères traduit une vision volontariste et capte le potentiel de valeur de Believe à moyen et à long terme. Les données prévisionnelles intègrent les perspectives de développement du marché de la musique en pleine mutation, et postulent la capacité du Groupe à gagner des parts de marché tout en améliorant sa rentabilité et en accélérant le déploiement de sa stratégie de croissance externe. Elles supposent en outre l'absence d'aléa majeur, malgré l'existence de menaces et de risques pouvant freiner ou compromettre l'atteinte de certains de ses objectifs.

Compte tenu de la confiance de la Direction dans sa capacité à atteindre les objectifs retranscrits dans le Plan d'Affaires et des performances réalisées depuis l'introduction en bourse, nous n'avons pas tenu compte de risques d'exécution spécifiques. Nous relevons toutefois qu'en raison de la phase de forte croissance dans laquelle se situe la Société, qui implique des efforts d'investissement à court et moyen

¹⁵À la demande de l'Expert Indépendant, le plan d'affaires a fait l'objet d'une nouvelle approbation par le Conseil d'administration en date du 10 avril 2024, qui a confirmé la trajectoire complétée de l'incidence des paiements fondés sur des actions.

terme et une amélioration de la rentabilité à plus long terme, la valeur actuelle de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses du Plan d'Affaire, notamment en terme de rentabilité cible.

En outre, nos fourchettes de valeurs intègrent pour la plupart une contribution significative des opérations de croissance externe futures à la valeur actuelle de l'Action, étant rappelé que ces opérations, qui impliquent des facteurs de risque spécifiques notamment en termes de calendrier et d'intégration, n'ont pas encore été réalisées.

Le Prix de l'Offre extériorise dans notre approche de valorisation intrinsèque une décote de 12,8% par rapport à la valeur centrale de l'Action intégrant l'impact des opérations de croissance externe et, d'autre part, une prime de 2,7% sur la valeur centrale de l'Action hors croissance externe.

Nos valorisations analogiques ont été mises en œuvre en tenant compte des spécificités du Groupe. De manière générale, le Prix de l'Offre extériorise des primes pour les valeurs basées sur les agrégats prévisionnels à court et moyen terme et des décotes sur les valeurs issues des agrégats estimés à long terme, qui présentent toutefois un risque d'exécution plus élevé.

Enfin, le Prix de l'Offre affiche des primes significatives sur les cours de bourse des douze derniers mois, comprises entre 21,0% et 52,2%, en fonction des dates et des périodes d'observation.

Nous relevons par ailleurs que :

- la mise en œuvre de l'Offre présente l'intérêt, pour les actionnaires minoritaires, d'obtenir une fenêtre de liquidité à un prix identique à celui retenu pour les Acquisitions de Blocs et avec une prime significative par rapport aux cours de bourse antérieurs à l'annonce de l'Offre ;*
- l'avancement dans le temps et la réalisation des objectifs fixés dans le Plan d'Affaires pourraient se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par une progression significative de la valeur de l'Action. Les Actionnaires Minoritaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre resteront toutefois exposés aux risques pouvant également impacter à la baisse la valeur de l'Action ;*
- après échange avec l'Expert Indépendant et le Comité Ad hoc, l'Initiateur a renoncé à solliciter le retrait obligatoire, décision qui fonde notre conclusion sur l'équité du Prix de l'Offre dans ces circonstances ;*
- les actionnaires minoritaires peuvent choisir d'apporter leurs titres à l'Offre ou de rester au capital de la Société.*

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

Nous avons répondu aux observations qui nous ont été formulées à l'oral et par courriel par un actionnaire minoritaire (§ 6).

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits dans notre synthèse (§ 7), et 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 volontairement leurs titres à l'Offre.

Nous n'avons pas identifié dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre ».

Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

La Société n'a pas reçu d'observations d'actionnaires minoritaires.

Elle note que l'Expert Indépendant a reçu des observations d'un actionnaire, observations auxquelles l'expert a répondu dans son rapport.

Recommandations du Comité Ad Hoc

Le 18 avril 2024, le Comité Ad Hoc s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

La présidente du Comité Ad Hoc présente les conclusions suivantes au Conseil d'Administration :

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

Le Comité Ad Hoc note que les intentions de l'Initiateur sont décrites au paragraphe 1.2.1 du Projet de Note d'Information. Il y est notamment précisé que « l'Initiateur entend maintenir l'intégrité du Groupe, avec le soutien de l'équipe de direction actuelle, poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et n'entend pas modifier le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ».

Le Comité Ad Hoc constate ainsi que l'Offre permettra à la Société d'être adossée à un actionnaire de contrôle disposant, par ses associés, de moyens financiers importants et dont le projet s'inscrit dans la stratégie déployée par la Société et dans le soutien de son plan de développement.

L'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie portée par le management tout en bénéficiant du soutien d'actionnaires de premier plan alignés avec son plan de développement et ayant la capacité de soutenir la société dans la prochaine phase de croissance et de consolidation du marché. Cela devrait permettre à la Société de renforcer son positionnement pour saisir les opportunités de marché impulsées par la transformation digitale des artistes dans le monde entier dans le domaine de la musique et de l'édition, avec l'ambition de construire un acteur mondial de la musique indépendante qui s'appuie sur la technologie pour s'adapter au monde numérique.

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

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

L'Initiateur a indiqué dans son Projet de Note d'Information (paragraphe 1.2.2) que « l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et de développement de la Société. L'Offre ne devrait donc pas en elle-même entraîner d'incidence particulière sur les effectifs de la Société ou sa politique salariale et de gestion des ressources humaines ».

Il est précisé que les procédures applicables en matière d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel de la Société ont été suivies.

Le CSE, dans sa délibération du 1^{er} mars 2024, a approuvé le projet de cession de titres.

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, et que l'Offre s'inscrit dans la continuité de la stratégie de la Société, le Comité Ad Hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour les salariés.

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

Le Comité Ad Hoc a pris connaissance du rapport de l'Expert Indépendant qui conclut sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, des termes de l'Offre pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres à l'Offre.

Le Comité Ad Hoc note également que Citi a conclu, à la date de remise de son avis financier (soit au 18 avril 2024), au caractère équitable, d'un point de vue financier, du Prix de l'Offre proposé aux actionnaires de la Société (autres que le Dirigeant et les vendeurs au titre de l'Acquisition des Blocs).

Le Comité Ad Hoc note tout d'abord que le prix d'Offre correspond au prix négocié par l'Initiateur avec les vendeurs de blocs majoritaires, à la suite d'un processus concurrentiel et de discussions avec le Conseil d'Administration, l'Expert Indépendant concluant à l'absence d'élément connexe susceptible d'affecter l'égalité de traitement avec les autres actionnaires. Il note qu'aucune offre concurrente ne s'est concrétisée. En particulier, WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre engageante¹⁶.

Le Comité Ad Hoc note également que le prix de l'Offre extériorise des primes variant entre 38,2 et 52,2% par rapport aux moyennes de cours de bourse¹⁷, et une prime de 50% sur le cours de bourse avant rumeurs¹⁸, mais qu'il reste inférieur au prix d'introduction en bourse de 19,50 euros par action.

Le Comité Ad Hoc note donc qu'un actionnaire de Believe qui souhaiterait céder ses titres peut le faire dans un contexte organisé, sans que sa capacité à céder ne soit impactée par la liquidité limitée qui existe sur le titre, avec une prime substantielle par rapport aux références de cours pertinentes, et à un prix qui a convaincu des actionnaires professionnels détenant la majorité du capital de céder leurs titres.

Le Comité Ad Hoc note également que le prix est dans la fourchette de l'analyse intrinsèque « discounted cash flow » de l'expert indépendant. Le prix extériorise toutefois une décote de 12,8% par rapport à la valeur centrale de l'action dans le cadre qui ressort à 17,20 euros par action (même si ce prix extériorise une légère prime de 2,4% par rapport à la valeur centrale hors croissance externe) ; il est toutefois observé que la croissance externe est une partie intrinsèque du plan d'affaires de la Société.

Par ailleurs, la valeur de l'action dans une analyse intrinsèque « discounted cash flow » paraît particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses du plan d'affaires, en particulier la capacité à réaliser et à intégrer des opérations de croissance externe futures.

Concernant les autres méthodes, le Comité Ad Hoc relève que le rapport de l'Expert Indépendant extériorise les valeurs suivantes sur les critères retenus autres que le cours de bourse et l'analyse « discounted cash flow »

- > des primes comprises entre 2,7% et 44,2% sur les valeurs analogiques basées sur les multiples boursiers que l'Expert Indépendant a appliqué aux performances attendues par la direction à court et moyen terme, en tenant compte notamment du différentiel de croissance et de rentabilité entre Believe et les Comparables Boursiers ;*
- > des primes comprises entre 6,4% et 70,5% sur les valeurs issues des Transactions Comparables ;*
- > une décote de 8,0% par rapport au cours cible médian des analystes observé avant l'annonce du projet d'Offre.*

¹⁶ Après avoir eu accès à une « data room »

¹⁷ Cf. p. 50 du rapport de l'Expert Indépendant

¹⁸ A savoir cours spot du 9 février 2024. La prime par rapport au cours spot avant l'annonce (9 février 2024) est de 21%.

Le Comité Ad Hoc a relevé que l'Initiateur a in fine décidé de maintenir cotés les titres de la Société à l'issue de l'Offre. Cette évolution par rapport à la proposition initiale permet aux actionnaires qui le souhaiteraient de rester associés aux perspectives de développement et de croissance de la Société, et à la possible création de valeur.

Le Comité Ad Hoc note toutefois que les actionnaires qui iraient vers cette option resteraient exposés aux risques de la Société. Le Comité note également qu'en fonction du taux d'apport à l'Offre, la liquidité du titre pourrait également être réduite.

Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration, composé uniquement des administrateurs indépendants présents¹⁹, après délibération, sur recommandation du Comité Ad Hoc, et après avoir pris connaissance de toutes les informations mises à disposition de ses membres, notamment (i) des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information, (ii) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information, (iii) du rapport de l'Expert Indépendant, et (iv) des conclusions des travaux de revue des membres du Comité Ad Hoc dont l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre :

- *considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés, notamment puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi et qu'elle s'inscrit dans la stratégie de l'entreprise, en permettant à la Société de bénéficier du soutien d'actionnaires de premier plan alignés avec son plan de développement et ayant la capacité de soutenir la société dans la prochaine phase de croissance et de consolidation du marché ;*
- *considère que l'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires minoritaires qui souhaiteraient réaliser leur investissement, en leur permettant de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale à une prime significative par rapport aux références boursières pertinentes, et au même prix que celui obtenu par les vendeurs de blocs majoritaires, et recommande aux actionnaires minoritaires poursuivant cet objectif d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *note que l'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires qui souhaiteraient rester associés au potentiel de la Société, en permettant à ceux qui décideraient de ne pas apporter leurs titres à l'Offre de rester actionnaire de la Société dans le cadre du maintien de sa cotation, ces actionnaires en acceptant ainsi de rester exposés aux risques attachés, y compris le risque de réduction de la liquidité du titre en fonction du taux d'apport à l'Offre ;*
- *décide de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société ;*
- *approuve le Projet de Note en Réponse ; et*
- *donne tous pouvoirs au Président Directeur Général, à l'effet de finaliser, amender et permettre le dépôt, au nom et pour le compte de la Société, du Projet de Note en Réponse, ainsi que du document « Autres informations » relatif aux autres informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société, et tout autre document utile ou nécessaire à l'Offre, et plus généralement prendre toute décision, effectuer tout acte ou signer tout document nécessaire à l'Offre et sa mise en œuvre. »*

¹⁹ C'est-à-dire une composition identique à celle du Comité Ad-Hoc

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Comme détaillé aux Sections 1.1.1, 1.1.2 et 6.5 de la Note en Réponse :

- Monsieur Denis Ladegaillerie a cédé 1.250.000 Actions à BidCo dans le cadre de l'Acquisition DL et s'est irrévocablement engagé à apporter 10.851.320 Actions à BidCo dans le cadre de l'Apport DL ; et
- Ventech (représenté au Conseil d'administration par Monsieur Alain Caffi²⁰), et Siparex XAnge (représenté au Conseil d'administration par Monsieur Nicolas Rose²¹) ont cédé l'intégralité de leurs Actions, soit un total de 17.790.872 Actions dans le cadre de l'Acquisition Ventech et XAnge.

Comme indiqué à la Section 1.2.3. de la Note d'Information, Ventech et XAnge ont démissionné de leurs fonctions respectives de membre du Conseil d'administration et de censeur le 25 avril 2024. Il est prévu que l'Initiateur propose l'identité d'un nouveau membre du conseil d'administration de la Société qui pourra être coopté à la suite de ces démissions. Par ailleurs, le Conseil d'administration a nommé Messieurs Nicolas Brugère et Michael Kalfayan, sur proposition de l'Initiateur, en qualité de censeurs le 27 mai 2024.

En conséquence, à la date de la Note en Réponse, la composition du Conseil d'administration est la suivante :

1. Monsieur Denis Ladegaillerie (président du Conseil d'administration et directeur général) ;
2. Monsieur John Doran ;
3. Madame Anne-France Laclide-Drouin* ;
4. Madame Orla Noonan* ; et
5. Fonds Stratégique de Participation, représentée par Madame Cécile Frot-Coutaz* ;
6. Monsieur Nicolas Brugère, censeur ; et
7. Monsieur Michael Kalfayan, censeur.

** administrateurs indépendants*

Lors de la réunion du Conseil d'administration du 18 avril 2024 rendant son avis motivé sur l'Offre :

- Madame Anne-France Laclide-Drouin, administratrice indépendante, a fait savoir qu'elle n'avait pas l'intention d'apporter à l'Offre les 150 Actions qu'elle détient ;
- Madame Orla Noonan, administratrice indépendante, a fait savoir qu'elle n'avait pas l'intention d'apporter à l'Offre les 5.000 Actions qu'elle détient²².

²⁰ Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que les administrateurs, représentant des actionnaires dont les procédures d'entreprise interdisent la détention directe d'actions par leurs représentant, ne sont pas, sur décision du Conseil d'administration, soumis à l'obligation de détention de 100 Actions minimum pendant toute la durée de leur mandat. Ainsi, il est précisé, à toutes fins utiles, que Monsieur Alain Caffi, représentant personne physique, à titre permanent de Ventech, ne détient aucune Action à titre personnel.

²¹ Monsieur Nicolas Rose ne détient aucune Action en propre.

²² Les 5 000 Actions sont détenues par la société Knightly Investments dont le capital social est entièrement détenu par Madame Orla Noonan.

Monsieur John Doran a fait savoir qu'il ne détenait aucune Action à titre personnel²³.

Le 23 mai 2024, Fonds Stratégique de Participations a indiqué avoir l'intention d'apporter ses 3.559.433 Actions à l'Offre.

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

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 90.291 de ses propres Actions.

Par décision en date du 18 avril 2024, le Conseil d'administration a décidé de ne pas apporter les 90.291 Actions auto-détenues à l'Offre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

À l'exception des accords décrits ci-après, la Société n'a pas connaissance d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre, ou ses actionnaires, susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6.1. Accord de Consortium et d'Investissement

Comme indiqué à la Section 1.3.1 de la Note d'Information et à la Section 1.1.1 de la Note en Réponse, l'Accord de Consortium et d'Investissement a été conclu le 11 février 2024 entre les Luxcos TCV, EQT, Monsieur Denis Ladegaillerie et Upbeat MidCo afin d'encadrer les modalités de leur coopération dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a adhéré à l'Accord de Consortium et d'Investissement le 13 mars 2024. L'Accord de Consortium et d'Investissement a fait l'objet d'un avenant signé par les parties le 16 avril 2024 pour tenir compte du fait que le Consortium a annoncé le 12 avril 2024 ne plus avoir l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Les termes de l'Accord de Consortium et d'Investissement (tel que modifié), tels qu'ils figurent dans la Note d'Information, sont reproduits ci-après.

Financement de l'Offre

L'acquisition des Actions dans le cadre de l'Offre sera financée par les Luxcos TCV et EQT au moyen de prêts qui seront ensuite capitalisés au niveau de Upbeat MidCo et de l'Initiateur en contrepartie d'actions nouvelles émises respectivement par Upbeat MidCo et l'Initiateur. Les Luxcos TCV et EQT investiront pari passu de sorte qu'elles détiendront, dans les mêmes proportions, les mêmes catégories de titres de Upbeat MidCo et, indirectement, de l'Initiateur.

Acquisitions

L'Accord de Consortium et d'Investissement contient un engagement par BidCo de conclure :

- le contrat de cession d'actions, en vertu duquel BidCo acquiert toutes les Actions détenues par TCV Luxco BD, qui a été signé le 11 février 2024 ; et

²³ Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que les administrateurs, représentant des actionnaires dont les procédures d'entreprise interdisent la détention directe d'actions par leurs représentants, ne sont pas, sur décision du Conseil d'administration, soumis à l'obligation de détention de 100 Actions minimum pendant toute la durée de leur mandat.

- le contrat de cession d'actions, en vertu duquel BidCo acquiert toutes les Actions détenues par les fonds gérés par Ventech et XAnge, qui a été signé le 11 février 2024.

Apport et cession à l'Initiateur des Actions détenues par Monsieur Denis Ladegaillerie

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit l'engagement de Monsieur Denis Ladegaillerie (i) de céder 1.250.000 Actions à BidCo et (ii) d'apporter 10.851.320 Actions à BidCo, dans chacun des cas à un prix égal au Prix de l'Offre.

L'Apport DL, rémunéré par de nouvelles actions ordinaires de BidCo, sera réalisé à la date du paiement du prix de cession relatif aux Acquisitions.

BidCo et Monsieur Denis Ladegaillerie ont en conséquence conclu (i) le 25 avril 2024 un contrat de cession d'actions ferme, reflétant les termes des contrats portant sur l'Acquisition TCV et l'Acquisition Ventech et XAnge et (ii) le 25 avril 2024 le Traité d'Apport (tel que ce terme est défini ci-dessous).

Lancement de l'Offre

L'Accord de Consortium et d'Investissement contient :

- les principaux termes de l'Offre qui avait vocation à être déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF rapidement après la réalisation des Acquisitions ; et
- un engagement des parties à coopérer afin d'obtenir des titulaires de BSA et/ou de BSPCE l'engagement (i) d'exercer leurs BSA et/ou les BSPCE avant la clôture de l'Offre et (ii) d'apporter à l'Offre les Actions résultant de cet exercice.

Autorisations de droit de la concurrence

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit que les parties s'engagent à prendre toutes les mesures nécessaires afin d'obtenir les autorisations auprès des autorités de droit de la concurrence compétentes, dans le cadre des Acquisitions, aussi rapidement que possible²⁴.

Engagements concernant le Groupe

L'Accord de Consortium et d'Investissement prévoit que les parties exerceront tous leurs pouvoirs afin que le Groupe exerce son activité dans le cours normal des affaires, conformément aux pratiques antérieures (y compris, ne pas émettre ou autoriser l'émission de tout titre de la Société, sauf si cette émission résulte de l'acquisition d'Actions Gratuites (au sens des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce) attribuées par la Société avant la date du présent accord ou de l'exercice des BSA ou des BSPCE par leurs détenteurs).

Autres engagements

L'Accord de Consortium et d'Investissement contient enfin :

- un engagement des parties à conclure un pacte d'actionnaires concernant l'Initiateur et les filiales qu'il contrôle (y compris la Société) conforme aux termes et conditions inclus dans un term sheet de co-investissement annexé à l'Accord de Consortium et d'Investissement (le « **Term Sheet de Co-Investissement** ») (lequel est décrit à la Section 1.3.2 de la Note d'Information et à la Section 6.3 de la Note en Réponse) ;

²⁴ Les autorisations de la part des autorités de droit de la concurrence autrichiennes et allemandes ont été reçues respectivement le 27 mars et le 15 mars 2024.

- un engagement de chaque partie, jusqu'à l'entrée en vigueur de ce pacte d'actionnaires, de ne pas (i) acquérir de titres de la Société autrement que par l'intermédiaire de l'Initiateur et conformément à l'Accord de Consortium et d'Investissement, (ii) accomplir tout acte susceptible de créer l'obligation d'augmenter le Prix de l'Offre et (iii) accomplir tout acte susceptible de créer une obligation de déposer une offre publique obligatoire sur les titres de la Société autrement que conformément à l'Accord de Consortium et d'Investissement ; et
- un engagement de Monsieur Denis Ladegaillerie, jusqu'à l'entrée en vigueur du pacte d'actionnaires, de ne pas transférer les Actions qu'il détient.

6.2. Traité d'Apport

Comme indiqué à la Section 1.3.1 de la Note d'Information et 6.1 de la Note en Réponse, Monsieur Denis Ladegaillerie s'était engagé au titre de l'Accord de Consortium et d'Investissement à apporter 10.851.320 Actions qu'il détient à l'Initiateur.

Le 25 avril 2024, l'Initiateur et Monsieur Denis Ladegaillerie ont signé un traité d'apport (le « **Traité d'Apport** ») confirmant l'engagement irrévocable de Monsieur Denis Ladegaillerie de réaliser l'Apport DL. Le Traité d'Apport prévoit que l'Apport DL sera réalisé au Prix de l'Offre et rémunéré par des actions ordinaires émises par l'Initiateur valorisées par transparence avec le Prix de l'Offre. Le Traité d'Apport prévoit également que l'Apport DL sera réalisé à la date du paiement du prix de cession relatif aux Acquisitions.

6.3. Term Sheet de Co-Investissement

Comme indiqué à la Section 1.3.1 de la Note d'Information, les parties à cet Accord de Consortium et d'Investissement se sont engagées à conclure un pacte d'actionnaires conforme aux termes et conditions inclus dans le Term Sheet de Co-Investissement. Les principaux termes du Term Sheet de Co-Investissement, tels qu'ils figurent dans la Note d'Information, sont reproduits ci-dessous.

Gouvernance

L'Initiateur est une société par actions simplifiée française dirigée par un président, sous le contrôle d'un organe collégial statutaire (le « **Conseil** »). Le Conseil sera composé d'un maximum de six (6) administrateurs nommés par l'assemblée générale des actionnaires de l'Initiateur, comme suit :

- deux (2) administrateurs nommés parmi les candidats sélectionnés par les Luxcos TCV (les « **Administrateurs TCV** ») ;
- deux (2) administrateurs nommés parmi les candidats sélectionnés par EQT (les « **Administrateurs EQT** ») ;
- un (1) administrateur nommé parmi les candidats sélectionnés par Monsieur Denis Ladegaillerie (l'« **Administrateur Fondateur** ») ; et
- un (1) administrateur indépendant parmi les candidats sélectionnés par les Luxcos TCV, EQT et Monsieur Denis Ladegaillerie (l'« **Administrateur Indépendant** »).

Les décisions du Conseil sont valablement adoptées à la majorité simple des voix exprimées, chaque administrateur disposant d'une voix, sauf pour certaines décisions fondamentales nécessitant le vote unanime des Administrateurs TCV, des Administrateurs EQT et de l'Administrateur Fondateur, et pour certaines décisions stratégiques nécessitant le vote positif des Administrateurs TCV et des Administrateurs EQT.

Transferts de titres

Les dispositions suivantes s'appliquent au transfert des titres de l'Initiateur :

- période d'inaliénabilité : il est interdit à tous les actionnaires de l'Initiateur de transférer leurs actions, sauf en ce qui concerne les transferts autorisés habituels ou les transferts dans le cadre d'une vente de titres à un tiers ou d'une introduction en bourse ;
- obligation de sortie conjointe : tous les actionnaires de l'Initiateur seront soumis à une obligation de sortie conjointe habituelle en cas de vente approuvée par EQT et les Luxcos TCV, ou selon le cas, par EQT ou les Luxcos TCV, sous réserve que certaines conditions financières soient remplies, selon le moment de la sortie ; et
- droit de sortie conjointe : tous les actionnaires de l'Initiateur bénéficieront (i) d'un droit de sortie conjointe proportionnel en cas de transfert de titres de l'Initiateur n'entraînant pas de changement de contrôle et (ii) d'un droit de sortie conjointe total en cas de transfert de titres de l'Initiateur entraînant un changement de contrôle.

Clauses de sortie

Les dispositions suivantes sont applicables à une sortie :

- EQT et/ou les Luxcos TCV (selon le cas) peuvent initier un processus de sortie (étant précisé que ce processus est soumis à certaines conditions selon la date à laquelle il est mis en œuvre).

6.4. Engagements d'apport des Actions à l'Offre

Le 11 février 2024, certains actionnaires se sont engagés auprès de l'Initiateur à apporter leurs Actions à l'Offre représentant un maximum d'environ 3,00% du capital de la Société²⁵ au Prix de l'Offre.

Ces engagements d'apport sont révocables si une offre concurrente a été déclarée conforme par l'AMF et ouverte, et que l'Initiateur (ou l'une de ses entités affiliées) ne dépose pas ou n'annonce pas son intention de procéder au dépôt d'une offre concurrente en surenchère dans les quinze (15) jours ouvrés suivant l'ouverture de ladite offre concurrente.

6.5. Acquisitions

Le 11 février 2024, TCV Luxco BD en qualité de cédant, et Upbeat MidCo, en qualité d'acquéreur, ont conclu, sous conditions suspensives, un contrat de cession d'actions relatif à la cession de 39.942.982 Actions, représentant approximativement 41,11% du capital de la Société²⁶ au prix de quinze euros (15 €) par Action. En vertu d'un contrat en date du 13 mars 2024, BidCo a été substituée à Upbeat MidCo en qualité d'acquéreur dans le cadre de ce contrat de cession d'actions.

Le même jour, Ventech et XAnge, en qualité de cédants, et Upbeat MidCo, en qualité d'acquéreur, ont conclu, sous conditions suspensives, un contrat de cession d'actions relatif à la cession d'un nombre total de 17.790.872 Actions, représentant approximativement 18,31% du capital de la Société²⁷, pour un prix de quinze euros (15 €) par Action. En vertu d'un contrat en date du 13 mars 2024, BidCo a été substituée à Upbeat MidCo en qualité d'acquéreur dans le cadre de ce contrat de cession d'actions.

²⁵ Sur la base d'un nombre total de 97.782.265 Actions au 20 mai 2024.

²⁶ Sur la base d'un capital social composé de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

²⁷ Sur la base d'un capital social composé de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

La réalisation de l'Acquisition TCV et de l'Acquisition Ventech et XAnge était soumise à la réception des autorisations de droit de la concurrence requises (ou à la confirmation qu'aucune autorisation réglementaire n'était requise) de la part des autorités de droit de la concurrence autrichiennes et allemandes. Ces autorisations ont été reçues respectivement le 27 mars et le 15 mars 2024.

BidCo et Monsieur Denis Ladegaillerie ont également conclu le 25 avril 2024 un contrat de cession ferme portant sur la cession à BidCo de 1.250.000 Actions détenues par Monsieur Denis Ladegaillerie, représentant approximativement 1,29% du capital de la Société²⁸, pour un prix de quinze euros (15 €) par Action.

Ces accords prévoient également un engagement de la part de BidCo de ne pas déposer l'Offre à un prix supérieur au Prix de l'Offre. Dans l'hypothèse où BidCo déposerait l'Offre à un prix supérieur au Prix de l'Offre, BidCo s'engage à payer aux vendeurs le produit de (i) la différence entre le prix par Action offert dans le cadre de l'Offre et quinze euros (15 €), par (ii) le nombre d'Actions cédées par chaque vendeur dans le cadre des Acquisitions.

Les Acquisitions étaient également soumises à la condition suspensive de l'émission d'une attestation d'équité de l'expert indépendant confirmant le caractère équitable de l'offre publique, et à la délivrance par le Conseil d'administration d'un avis recommandant l'offre envisagée. Conformément aux termes de ces accords, BidCo paiera le prix de cession lié aux Acquisitions le premier jour ouvré après la clôture de l'Offre.

6.6. Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits au sein de la Section 1.3 de la Note d'Information et de la Section 6 de la Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élevait au 20 mai 2024 à 488.911,325 €, divisé en 97.782.265 Actions d'une valeur nominale de 0,005 € chacune.

(a) Répartition du capital et des droits de vote de la Société avant les Acquisitions et l'Apport DL

La répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société était la suivante avant les Acquisitions et l'Apport DL²⁹ :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
TCV Luxco BD	39.942.982	41,11%	64.603.070	42,72%
Denis Ladegaillerie	12.101.320	12,45%	24.202.640	16,00%

²⁸ Sur la base d'un capital social composé de 97.161.351 Actions au 24 avril 2024.

²⁹ Sur la base d'un capital composé de 97.161.351 Actions et 151.238.505 droits de vote théoriques au 24 avril 2024.

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Ventech	11.684.314	12,03%	23.368.628	15,45%
XAnge	6.106.558	6,28%	6.106.558	4,04%
Fonds Stratégique de Participations	3.559.433	3,66%	6.636.356	4,39%
Actions auto-détenues	90.291	0,09%	90.291	0,06%
Flottant	23.676.453	24,37%	26.230.962	17,34%
Total	97.161.351	100,00%	151.238.505	100,00%

*Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droit de vote.

(b) Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse (i.e. après la réalisation des Acquisitions mais avant l'Apport DL)

À la date du Projet de Note en Réponse, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société est la suivante³⁰, après la réalisation des Acquisitions, mais avant l'acquisition des 380.866 Actions Gratuites attribuées par la Société dans le cadre d'un Plan d'Actions Gratuites³¹, et la réalisation de l'Apport DL³² :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
BidCo	58.983.854	60,71%	58.983.854	51,90%
Denis Ladegaillerie	10.851.320	11,17%	21.702.640	19,10%
Total Upbeat BidCo (actions et droits de vote possédés et détenus au titre de l'assimilation)	69.835.174	71,88%	80.686.494	71,00%

³⁰ Sur la base d'un capital composé, au 24 avril 2024, de 97.161.351 Actions et d'un nombre total de 113.644.103 droits de vote théoriques résultant de la perte de 37.594.402 droits de vote théoriques à la suite de la réalisation des Acquisitions et incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL).

³¹ Cette acquisition anticipée au titre du plan AP 2021 est intervenue le 14 mai 2024, comme décrit à la Section 1.2.4 de la Note en Réponse.

³² Conformément aux termes du Traité d'Apport, Monsieur Denis Ladegaillerie s'est irrévocablement engagé à apporter 10.851.320 Actions à BidCo. Ces Actions sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur à la date des présentes conformément à l'article L. 233-9 du Code de commerce. Cependant, l'Apport DL sera réalisé à la date du paiement du prix de cession relatif aux Acquisitions, soit le premier jour ouvré après la clôture de l'Offre.

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Fonds Stratégique de Participations	3.559.433	3,66%	6.636.356	5,84%
Actions auto-détenues	90.291	0,09%	90.291	0,08%
Flottant	23.676.453	24,37%	26.230.962	23,08%
Total	97.161.351	100,00%	113.644.103	100,00%

*Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droit de vote.

(c) Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la Note en Réponse

À la date de la Note en Réponse, la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société est la suivante³³ :

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
BidCo	64.848.289	66,32%	64.848.289	57,14%
Denis Ladegaillerie	10.851.320	11,10%	21.702.640	19,12%
Total Upbeat BidCo (actions et droits de vote possédés et détenus au titre de l'assimilation)	75.699.609	77,42%	86.550.929	76,26%
Fonds Stratégique de Participations	3.559.433	3,64%	6.636.356	5,85%
Actions auto-détenues	90.291	0,09%	90.291	0,08%
Flottant	18.432.932	18,85%	20.213.406	17,81%
Total	97.782.265	100,00%	113.490.982	100,00%

*Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droit de vote.

³³ Sur la base d'un capital composé, en date du 20 mai 2024, de 97.782.265 Actions et d'un nombre total de 113.490.982 droits de vote théoriques (incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL)).

La situation des titulaires de BSPCE et de BSA ainsi que le détail des Actions Gratuites attribuées par la Société à des salariés ou dirigeants du Groupe sont décrits à la Section 2.4 et à la Section 2.5 de la Note d'Information et à la Section 7.9.3 et à la Section 7.9.4 de la Note en Réponse.

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

Outre, les conventions listées aux Sections 6.1 et 6.3 de la Note en Réponse, le pacte d'actionnaires conclu le 9 juin 2021 entre Monsieur Denis Ladegaillerie, Luxcos TCV, XAnge, Ventech (le « **Pacte d'Actionnaires** ») prévoit un engagement de conservation des Actions pris par Monsieur Denis Ladegaillerie aux termes duquel il s'engage à conserver ses titres pour une durée de trois (3) ans à compter de la date de signature du Pacte d'Actionnaires, soit jusqu'au 9 juin 2024.

Néanmoins, cet engagement a été dernièrement levé afin de permettre à ce dernier de déclarer publiquement son intention de participer au projet d'Offre.

Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires prévoit un cas de résiliation anticipée à la date à laquelle toute entité viendrait à détenir plus de 50 % du capital social de la Société.

A l'exception des conventions listées aux Sections 6.1 et 6.3 de la Note en Réponse et du Pacte d'Actionnaires, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun autre accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des Actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

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

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

Restrictions aux transferts d'Actions

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société en date du 24 avril 2024 (les « **Statuts** »), les actions ordinaires sont librement négociables, sauf dispositions législatives ou réglementaires contraires.

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Conformément à l'article 14 des Statuts, tant que les actions de la Société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, outre les déclarations de franchissement de seuils expressément prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, toute personne physique ou morale qui vient à posséder directement ou indirectement, seule ou de concert, une fraction du capital ou des droits de vote (calculée conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce et aux dispositions du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers) égale ou supérieure à 1% du capital ou des droits de vote, ou tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils prévus par les dispositions légales et réglementaires, doit notifier à la Société, le nombre total (i) des actions et des droits de vote qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert, (ii) des titres donnant accès à terme au capital de la Société qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, et (iii) des actions déjà émises que cette personne peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Cette notification doit intervenir, par lettre recommandée avec accusé de réception, dans un délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

L'obligation d'informer la Société s'applique également, dans les mêmes délais et selon les mêmes conditions, lorsque la participation de l'actionnaire en capital, ou en droits de vote, devient inférieure à l'un des seuils susmentionnés.

En cas de non-respect de l'obligation de déclaration de franchissement de seuils susvisée et à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires représentant au moins 3 % du capital ou des droits de vote, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Il est précisé que la Société se réserve la faculté de porter à la connaissance du public et des actionnaires soit les informations qui lui auront été notifiées, soit le non-respect de l'obligation susvisée par la personne concernée.

Droit de vote double

En application des dispositions de l'article 11 des Statuts, un droit de vote double s'applique de plein droit aux Actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire en application de l'article L. 225-123 du Code de commerce.

Les Statuts précisent que, conformément aux dispositions de l'article L. 225-123 du Code de commerce, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

7.3.2. Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société, portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

La seule convention en vigueur portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce est le Pacte d'Actionnaires dont les principales clauses sont présentées à la section 7.3.3 du Document d'Enregistrement Universel 2023 de la Société (publié sur son site institutionnel).

A la connaissance de la Société, le Pacte d'Actionnaires ne prévoit aucune condition préférentielle de cession ou d'acquisition d'Actions.

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

Durant les douze (12) derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et/ou statutaires suivantes :

- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 17 juillet 2023, Ventech, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé l'AMF du franchissement à la baisse du seuil de 15% du capital et des droits de vote de la Société résultant d'une distributions d'Actions et a déclaré également ses intentions ;
- aux termes de déclarations de franchissement de seuils en date du 24 et 26 avril 2024, BidCo a informé l'AMF qu'à la suite des Acquisitions et de l'Apport DL sa participation dans la Société a franchi à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 55 %, 60 %, 65 %, 70 %, 75 %, 80 %, 85 %, 90 %, 95 %, 100 %.

30 %, 1/3, 50 % et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré également ses intentions ;

- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 26 avril 2024, TCV Luxco BD a informé l'AMF qu'à la suite de l'Acquisition TCV sa participation dans la Société a franchi à la baisse, à titre individuel, les seuils de 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 29 avril 2024, Ventech agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé l'AMF qu'à la suite de l'Acquisition Ventech, sa participation dans la Société a franchi à la baisse, à titre individuel, les seuils de 10% et 5% du capital et de 20%, 15 %, 10 % et 5 % des droits de vote de la Société, étant précisé qu'à la suite de l'Acquisition Ventech, ce dernier ne détient plus directement aucune action de la Société ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuil en date du 30 avril 2024, la Caisse des dépôts et consignations (CDC) a informé l'AMF avoir franchi en hausse, indirectement par l'intermédiaire des sociétés Bpifrance Participations, CDC Croissance et CDC Tech Premium, le seuil de 5% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement à la hausse résulte de la diminution du nombre de droits de vote de la Société à la suite des Acquisitions ;
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 30 avril 2024, XAnge agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a informé l'AMF qu'à la suite de l'Acquisition XAnge, sa participation a franchi à la baisse, à titre individuel, le seuil de 5% du capital et des droits de vote de la Société, étant précisé qu'à la suite de l'Acquisition XAnge, ce dernier ne détient plus directement aucune action de la Société ; et
- aux termes de la déclaration de franchissement de seuils en date du 2 mai 2024, le Fonds Stratégique de Participations, société d'investissement professionnelle spécialisée à compartiments, a informé l'AMF avoir franchi en hausse le seuil de 5% des droits de vote de la Société, étant précisé que ce franchissement à la hausse résulte de la diminution du nombre de droits de vote de la Société à la suite des Acquisitions.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la Section 7.3.1 de la Note en Réponse.

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

Au 20 mai 2024, le fonds commun de placement d'entreprise, dénommé FCPE « Believe Shares » (le « FCPE « Believe Share » ») détenait 260.037 Actions, représentant environ 0,27% du capital social et 0,23% des droits de vote théoriques de la Société³⁴.

Conformément au règlement intérieur du FCPE « Believe Shares », les droits de vote attachés aux Actions détenues par les salariés et anciens salariés du Groupe sont exercés par un ou plusieurs

³⁴ Sur la base d'un capital composé, en date du 20 mai 2024, de 97.782.265 Actions et d'un nombre total de 113.490.982 droits de vote théoriques (incluant les droits de vote double attachés aux 10.851.320 Actions qui font l'objet de l'Apport DL (étant précisé que ces droits de vote double seront perdus à l'issue de l'Apport DL)).

représentants mandatés par le Conseil de surveillance dudit fonds à l'effet de le représenter à l'assemblée générale. Conformément aux missions qui lui sont attribuées en application de l'article L. 214-165 II du Code monétaire et financier, le Conseil de surveillance décide de l'apport des titres en cas d'offre d'achat.

Lors de sa réunion du 27 mai 2024, le conseil de surveillance du FCPE « Believe Shares » a décidé d'apporter l'intégralité de ses Actions à l'Offre.

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

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

Conformément à l'article 15 des Statuts et à l'article L. 225-17 du Code de commerce, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus.

Conformément aux articles L. 225-18 et L. 225-24 du Code de commerce, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le Conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, de procéder par cooptation, entre deux assemblées générales, à la nomination de leurs remplaçants, chacun pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables. Tout administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs en fonction est devenu inférieur au minimum légal, le Conseil d'administration ou, à défaut, les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration, en vertu de l'article L. 225-24 du Code de commerce.

Conformément à l'article 15.3 des Statuts, les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de 75 ans. Si un administrateur vient à dépasser cet âge en cours de mandat, il sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale la plus proche. Par ailleurs, le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur au tiers des administrateurs en fonctions. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office à l'issue de l'assemblée générale la plus proche.

Conformément à l'article 15.3. des Statuts, les administrateurs sont nommés pour une durée de quatre (4) ans. Par exception, l'assemblée générale peut, pour la mise en place ou le maintien d'un principe de renouvellement échelonné du Conseil d'administration, désigner un ou plusieurs administrateurs pour une durée différente n'excédant pas quatre (4) ans ou réduire la durée des mandats d'un ou plusieurs administrateurs en fonction à une durée inférieure à quatre (4) ans. Les fonctions de tout administrateur ainsi nommé ou dont la durée du mandat serait modifiée pour une durée n'excédant pas quatre (4) ans prendront fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont rééligibles dans les conditions légales et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Conformément à l'article 15.1 des Statuts, le Conseil d'administration peut nommer jusqu'à deux (2) censeurs aux fins de l'assister. Ils sont convoqués aux réunions du Conseil d'administration et prennent part aux délibérations avec voix consultative. Les censeurs sont des personnes physiques ou morales, choisis ou non parmi les actionnaires. Ils sont nommés pour une durée maximale de quatre (4) ans. Ils sont rééligibles. Le Conseil d'administration peut à tout moment les révoquer.

Le Conseil d'administration élit, parmi ses membres personnes physiques, un président. Le président est nommé pour la durée de son mandat d'administrateur. Il est rééligible. Le président du Conseil d'administration ne doit pas être âgé de plus de 75 ans. S'il vient à dépasser cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit un certain nombre de règles quant à la composition du Conseil d'administration³⁵.

Par ailleurs, le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que chaque membre du Conseil d'administration doit détenir au moins 100 Actions pendant toute la durée de son mandat, à l'exception des administrateurs représentant les salariés du Groupe ni, sur décision du Conseil d'administration, aux administrateurs représentant des actionnaires dont les procédures internes interdisent la détention directe d'actions par leurs représentants.

Le Conseil d'administration est actuellement composé des membres tel qu'indiqué à la Section 3 de la Note en Réponse.

Comme indiqué à la Section 1.2.3. de la Note d'Information, Ventech et XAnge ont démissionné de leurs fonctions respectives de membre du Conseil d'administration et de censeur le 25 avril 2024. Il est prévu que l'Initiateur propose l'identité d'un nouveau membre du conseil d'administration de la Société qui pourra être coopté à la suite de ces démissions. Par ailleurs, le Conseil d'administration a nommé Messieurs Nicolas Brugère et Michael Kalfayan, sur proposition de l'Initiateur, en qualité de censeurs le 27 mai 2024.

7.7.2. Règles applicables à la modification des Statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les Statuts. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut augmenter les engagements des actionnaires qu'à l'unanimité des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des Actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des Actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles

³⁵ Pour davantage de détails, se référer à la section 7.3.3 du Document d'Enregistrement Universel 2023 de la Société, publié sur son site institutionnel.

attachées aux Actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

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

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Les missions et attributions du Conseil d'administration sont décrits à l'article 3 du règlement intérieur du Conseil d'administration.

Dans le cadre de son organisation interne, le Conseil d'administration a constitué des comités permanents spécialisés³⁶. A notre connaissance, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition et les attributions des comités du Conseil d'administration quel que soit le résultat de l'Offre.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du Conseil d'administration, sont soumises à autorisation préalable du Conseil d'administration statuant à la majorité simple de ses membres présents ou représentés :

- l'adoption ou la modification du budget annuel du Groupe ;
- la mise à jour annuelle ou la modification du plan d'affaires du Groupe ;
- tout engagement ou investissement (à l'exclusion des avances sur reversements) supérieur à 10.000.000 euros réalisé par la Société ou l'une de ses filiales, non compris dans le budget annuel ;
- tout nouveau prêt ou emprunt, sous quelque forme que ce soit (y compris des obligations, des facilités de crédit, des crédits-bails), et toute garantie ou sûreté, dans chaque cas par la Société ou l'une de ses filiales, qui n'est pas prévu dans le budget annuel et (i) dont le montant unitaire est supérieur à 10.000 000 euros ou (ii) qui augmente l'endettement total du Groupe, les garanties et les sûretés en cours pour un montant supérieur à 10.000 000 euros ;
- l'acquisition ou la cession par la Société ou l'une de ses filiales d'une participation dans une entreprise d'un montant supérieur à 1.000.000 euros, sauf si une telle opération est effectuée entre des membres du Groupe ;
- toute délégation de compétence relative à l'émission ou au rachat, ou l'émission ou le rachat, d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société ;
- toute distribution de dividendes, d'acomptes sur dividendes, de primes d'émission ou de réserves par la Société ;
- toute opération de fusion, scission, réorganisation, dissolution, liquidation, apport partiel d'actifs, location de fonds de commerce, cession de fonds de commerce ou transfert d'actifs clés de la Société ou de toute filiale dont le chiffre d'affaires a représenté, au cours du dernier

³⁶ Un comité d'audit, un comité des nominations et des rémunérations et un comité RSE.

exercice, plus de 5% du chiffre d'affaires annuel consolidé de la Société, sauf si une telle opération est effectuée entre des membres du Groupe ; et

- la nomination, la rémunération ou la révocation d'un mandataire social exécutif de la Société.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les Statuts et le règlement intérieur du Conseil d'administration, le Conseil d'administration dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l'assemblée générale des actionnaires :

Nature	N° résolution	Durée	Caractéristiques	Utilisation en 2023
ASSEMBLEE GENERALE DU 20 JUIN 2022				
Augmentation du capital social			Plafond global : • du montant nominal maximal: 240 K€ • des titres de créances : 750 M€	
Augmentation du capital social avec DPS ⁽¹⁾	13 ^{ème}	26 mois	• Montant nominal maximal : 240 K€ • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€ • Possibilité de souscription à titre réductible • Possibilité de limiter l'augmentation à 75 % et d'offrir au public tout ou partie des actions non souscrites	Néant
Augmentation de capital sans DPS			Plafonds globaux (sauf apports en nature) • montant nominal maximal des augmentations sans DPS : 96 K€ • montant nominal maximal des augmentations avec DPS : 240 K€	
Offre au public avec droit de priorité	14 ^{ème}	26 mois	• Montant nominal maximal : 96 K€ • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant
Offre au public avec droit de priorité facultatif	15 ^{ème}	26 mois	• Montant nominal maximal : 48 K€ • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant
Placement privé visé au 1 de l'article L. 411-2 1° du Code Monétaire et Financier	16 ^{ème}	26 mois	• Montant nominal maximal : 48 K€ • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant
Apports en nature	19 ^{ème}	26 mois	• Montant nominal maximal : 48 K€ (limite légale 10 % KS au jour de la décision du CA) • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant

Fixation du prix d'émission	17 ^{ème}	26 mois	• Dans la limite de 10 % et des plafonds propres aux émissions prévues aux 14, 15 et 16^{ème} résolutions • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant
Greenshoe avec ou sans DPS	18 ^{ème}	26 mois	• Dans la limite de 15 % et des plafonds propres aux émissions prévues au 13, 14, 15 et 16^{ème} résolutions • Montant nominal maximal des titres de créances : 750 M€	Néant
Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	12 ^{ème}	26 mois	• Montant max : 96 K€ • Rompus non négociables	Néant
Augmentation de capital réservée aux salariés adhérents à un PEE	20 ^{ème}	26 mois	Plafond global (montant nominal maximal) des augmentations de capital avec DPS : 240 K€ • Montant nominal max : 24 K€ • Décote maximale de 30 % • Possibilité d'attributions d'actions en substitution de la décote et/ou de l'abondement	Néant
Actions gratuites (comprenant notamment les DMSE) ⁽²⁾	22 ^{ème}	38 mois	Plafond : 2,9 % Sous-plafond pour les DMSE : 0,3 % de l'enveloppe globale	Deux plans d'attribution gratuite d'actions de performance ont été mis en place par le Conseil d'administration respectivement en date des 9 décembre 2022 et 27 avril 2023 ⁽³⁾ .
Options de souscription ou achat d'actions	23 ^{ème}	38 mois	Plafond : 2,9 % Sous-plafond pour les DMSE : 0,3 % de l'enveloppe globale	Néant
ASSEMBLEE GENERALE DU 16 JUIN 2023				
Augmentation du capital sans DPS en faveur d'une catégorie de bénéficiaires déterminée	10 ^{ème}	18 mois	Plafond nominal global : 240 K€ • Montant nominal maximal : 24 K€	Néant

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

7.9.1. Contrat de liquidité

La Société a signé le 13 juillet 2021 avec les sociétés Oddo BHF SCA et Natixis SA un contrat de liquidité auquel a été affectée la somme de 2 millions d'euros. Le contrat est entré en vigueur le 13 juillet 2021 pour une durée d'un an, tacitement reconductible.

L'exécution du contrat est suspendue dans les conditions visées à l'article 5 de la décision AMF no. 2021-01 du 22 juin 2021 portant sur le renouvellement de l'instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise ; par conséquent, le contrat est suspendu pendant une offre publique ou en période de pré-offre et jusqu'à la clôture de l'offre, lorsque la Société est l'initiateur de l'offre ou lorsque les titres de la Société sont visés par l'offre.

Dans la perspective de l'Offre, la Société a suspendu le contrat de liquidité.

7.9.2. Contrat de financement

Il existe une clause de changement de contrôle dans le contrat de crédit renouvelable conclu entre la Société et un syndicat de banques internationales comprenant BNP Paribas, Caisse d'Epargne et de Prévoyance d'Ile-de-France, HSBC Continental Europe et Société Générale le 6 mai 2021.

Le contrat de crédit prévoit un cas de remboursement et/ou d'annulation anticipé en cas de changement de contrôle, sur demande de tout prêteur intervenant dans les 15 jours ouvrés suivant la réception de la notification par l'agent du crédit aux prêteurs de la notification par la Société informant l'agent du crédit de la survenance d'un tel cas de remboursement/annulation anticipé.

Les prêts non tirés concernés seront annulés à réception par l'agent du crédit de la demande du ou des prêteur(s) concerné(s) et les tirages en cours concernés devront être remboursés dans les 15 jours ouvrés suivant la réception par l'agent de la demande du ou des prêteur(s) concerné(s).

Dans le contexte de l'Offre, la Société et les banques parties au contrat ont conclu un avenant aux termes duquel elles ont modifié la définition de changement de contrôle de la Société afin notamment que la réalisation des Acquisitions ne déclenche pas l'exigibilité anticipée du prêt.

7.9.3. Plan d'attribution gratuite d'actions de performance

Les règlements de plan d'attribution des Actions Gratuites en date du 15 septembre 2021, des 3 mai et 9 décembre 2022 et du 27 avril 2023 prévoient que si, pendant la période d'acquisition, (i) une offre publique d'achat et/ou d'échange est lancée sur les Actions ou (ii) un actionnaire agissant seul ou de concert vient à détenir plus de 30 % du capital de la Société, le Conseil d'administration peut, à sa discrétion, décider de modifier les conditions de performance pour les apprécier au moment de l'un ou l'autre des événements mentionnés ci-dessus ou de supprimer toute condition de présence et/ou de performance et considérer que les actions sont définitivement acquises par anticipation, sous réserve du respect d'une période d'acquisition minimum de deux (2) ans.

Compte tenu de la décision du Conseil d'administration en date du 18 avril 2024 (i) d'accélérer la période d'acquisition des Actions Gratuites attribuées dans le cadre du plan AP 2021 (en date du 15 septembre 2021) et (ii) de modifier à la marge les conditions de performance (objectifs RSE) dudit plan, 380.866 Actions Gratuites ont été acquises de manière anticipée le 14 mai 2024 sur la base de l'appréciation des conditions de performance effectuée par le Conseil d'administration.

Au 20 mai 2024, un nombre maximum de 2.031.919 Actions Gratuites (en cas d'atteinte des conditions de surperformance, ou 1.732.758 Actions Gratuites si ces conditions ne sont pas atteintes) sont en cours d'acquisition et le resteront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre. Les Actions Gratuites en Cours d'Acquisition ne sont pas incluses dans l'Offre (sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables).

7.9.4. Plans de BSA/BSPCE

Le plan de BSPCE 2012 dont l'attribution a été décidée par le Conseil d'administration le 7 novembre 2014 prévoit qu'en cas d'offre d'acquisition faite par un tiers sur 100% du capital social et des droits de vote (sur une base totalement diluée), les bénéficiaires auront la possibilité, sans préjudice des cas de caducité en cas de cessation des fonctions de salariés ou de mandataire social de la Société, d'exercer le jour de la réalisation définitive de la cession l'intégralité des BSPCE qui leur ont été attribués.

Comme indiqué à la Section 1.2.5 de la Note en Réponse, les termes et conditions des plans de BSA et BSPCE ayant été arrêtés avant l'introduction en bourse de la Société, ceux-ci prévoyaient que les plans de BSA 2016-1, 2016-2 et 2018-1 et BSPCE 2016-1, 2016-2, 2018-1 et 2019-1 devenaient caducs à l'occasion de la réalisation d'un « Cas de Liquidité ». Les Actions étant depuis l'introduction en bourse de la Société négociables à tout moment, le Conseil d'administration a pris la décision le 18 avril 2024 (i) de considérer que toutes les références figurant dans les termes et conditions des BSA 2016-1, 2016-2 et 2018-1 et BSPCE 2016-1, 2016-2, 2018-1 et 2019-1 à un « Cas de Liquidité » devaient être considérées comme caduques et donc supprimées, et (ii) de constater qu'en conséquence les BSA et BSPCE resteront exerçables jusqu'à leur date d'expiration.

7.10. 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

Afin de protéger les intérêts du Groupe ainsi que son développement dans un secteur très spécialisé, le Président-Directeur général serait soumis, en cas de départ, à un engagement de non-concurrence d'une durée de 24 mois. Il percevrait à ce titre une indemnité forfaitaire mensuelle égale à 50 % de la moyenne mensuelle de sa rémunération fixe et variable perçue la plus élevée durant la période de 12 et 24 mois précédant la fin de son mandat. À la cessation du mandat du Président-Directeur général, le Conseil pourrait décider de renoncer à l'obligation de non-concurrence. Le Président-Directeur général serait alors libre de toutes les contraintes de l'obligation de non-concurrence et la Société libérée de tout engagement à verser au Président-Directeur général toute indemnité de non-concurrence³⁷.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autre accord particulier prévoyant des indemnités pour le Président-Directeur général ou les salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prenaient fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1, I, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant le 11 février 2024 par le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité

³⁷ Pour davantage de détails, se référer à la section 4.6.3.2.1 du Document d'Enregistrement Universel 2023 de la Société, publié sur son site institutionnel.

Ad-Hoc, afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 18 avril 2024, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet de Believe (<https://www.believe.com/fr/investisseurs/>) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Believe au 24 rue Toulouse Lautrec – 75017 Paris (Ile-de-France).

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à 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 Denis Ladegaillerie, Président-directeur général de Believe.

Annexe 1
Rapport de l'Expert Indépendant



Ledouble

BELIEVE

24, rue de Toulouse Lautrec
75017 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.	INTRODUCTION	7
1.1.	Contexte de l'Offre	7
1.2.	Périmètre de l'Offre	8
1.3.	Financement de l'Offre	10
1.4.	Politique de distribution de dividendes	10
1.5.	Synergies et gains économiques liés à l'Offre	10
1.6.	Contours de la Mission	10
1.7.	Diligences effectuées	11
1.8.	Limites de la Mission	13
1.9.	Plan du Rapport	13
1.10.	Conventions de présentation	14
2.	PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ	15
2.1.	Présentation de Believe	15
2.2.	Forces en présence et principales caractéristiques de l'environnement concurrentiel	18
2.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	19
2.4.	Matrice SWOT	29
3.	ÉVALUATION MULTICRITÈRE	30
3.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	30
3.2.	Références et méthodes d'évaluation écartées	34
3.3.	Références et méthodes d'évaluation retenues	34
3.4.	Analyse du positionnement de la valeur de l'Action par rapport au Prix d'Introduction	48
3.5.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	50
4.	ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS	52
4.1.	Références boursières	52
4.2.	Référence au Prix d'Introduction	52
4.3.	Valorisation intrinsèque DCF	52
4.4.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	54

<u>5.</u>	<u>ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</u>	<u>55</u>
5.1.	Accord de Consortium et d'Investissement	55
5.2.	Projet de pacte d'actionnaires	55
5.3.	Acquisitions de Blocs	56
5.4.	Engagements d'apport à l'Offre	56
5.5.	Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes	56
<u>6.</u>	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>	<u>57</u>
<u>7.</u>	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>59</u>
<u>8.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>61</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>62</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accord de Consortium et d'Investissement	Accord conclu le 11 février 2024 entre les Luxcos TCV, EQT, Denis Ladegaillerie et Upbeat MidCo (auquel a adhéré BidCo) afin d'encadrer les modalités de leur coopération dans le cadre de l'Offre et avenant signé le 16 avril 2024
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF
Acquisitions de Blocs	Transfert des blocs d'actions au Consortium, représentant au total 71,9% du capital de Believe, intervenant préalablement à l'Offre, en application des Contrats de Cession d'Actions et en tenant compte des actions apportées par Denis Ladegaillerie, assimilées à des actions détenues par le Consortium au titre de l'article L. 233-9 du Code de Commerce
Action(s)	Action(s) de la Société
Actions Gratuites	Actions de performance susceptibles d'être émises dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites mis en place par le Groupe depuis l'introduction en bourse de Believe
Actionnaires	Actionnaires de la Société
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
ANR	Actif net réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en fonds de roulement
BidCo	Upbeat BidCo
BSA	Bons de souscription d'actions
BSPCE	Bons de souscription de parts de créateur d'entreprise
CAF	Capacité d'autofinancement
Capex	<i>Capital Expenditures</i>
Cash Flow Libre	Indicateur alternatif de performance défini par le Groupe comme les flux nets de trésorerie des activités opérationnelles, après prise en compte des acquisitions et cessions d'immobilisations incorporelles et corporelles, et retraitées (i) des coûts liés aux acquisitions, (ii) des coûts d'acquisition d'un groupe d'actifs ne répondant pas à la définition d'un regroupement d'entreprises, et (iii) des avances liées aux contrats de distribution destinées spécifiquement à l'acquisition d'actifs (acquisition de sociétés, de catalogues, etc.)
Cash Flow Net	Cash Flow Libre minoré des redevances de loyers et des investissements de croissance externe
CMPV	Cours Moyen(s) Pondéré(s) par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité spécialisé du Conseil d'Administration en charge notamment 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
Condition Suspensive	Avis motivé favorable et sans réserve du Conseil d'Administration à obtenir pour la réalisation des Acquisitions de Blocs
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseils	Conseils financier et juridique intervenant dans le cadre de l'Offre
Consortium	Signataires de l'Accord de Consortium et d'Investissement
Contrats de Cession d'Actions	Contrats de cession d'actions conclus le 11 février 2024 par TCV Luxco BD, Ventech et XAnge, en qualité de cédants et Upbeat MidCo, en qualité d'acquéreur (substituée par BidCo) et projet de contrat de cession d'actions devant être conclu entre Denis Ladegaillerie et BidCo
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
Direction	<i>Management</i> de la Société
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization</i>
EBITDA Ajusté	Indicateur alternatif de performance défini par le Groupe comme le résultat opérationnel avant (i) les charges d'amortissement et de dépréciations, (ii) les paiements fondés sur des actions y compris charges sociales et abondements de l'employeur, (iii) les autres produits et charges opérationnels, (iv) les amortissements des actifs identifiés à la date d'acquisition nets des impôts différés pour la quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence
EQT	EQT X Investments S.à.r.l.
Établissements Présentateurs	BNP Paribas et Goldman Sachs
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
Groupe	Société et ses filiales
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Indice de Référence	Euronext Tech Croissance
Initiateur	Upbeat BidCo
Ledouble	Ledouble SAS
Luxcos TCV	Fonds gérés par le groupe TCV
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	OPAS sur les Actions
OPAS	Offre publique d'achat simplifiée
Opération	Acquisitions de Blocs suivies de l'Offre
pb	Point(s) de base
Période Explicite	2024-2030

Période d'Extrapolation	2031-2035
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi par la Direction sur la Période Explicite, approuvé par le Conseil d'Administration lors des réunions du 12 janvier 2024 et du 18 avril 2024
Prix de l'Offre	15,00 € par Action
Prix d'Introduction	19,50 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information à déposer par l'Initiateur auprès de l'AMF
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
Société	Believe
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
TCV	Groupe TCV
Term Sheet de Co-Investissement	Document résumant les principaux termes et conditions du projet de pacte d'actionnaires devant être conclu par les parties à l'Accord de Consortium et d'Investissement
Trajectoire des Analystes	Données prévisionnelles établies sur la base d'un consensus des analystes au moment de l'introduction en bourse
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
Valeur d'Entreprise	Valeur de l'actif économique du Groupe
VE	Valeur d'Entreprise
VT	Valeur terminale
UMG	Universal Music Group
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
WMG	Warner Music Group

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») envisagée par le consortium constitué de plusieurs fonds gérés par TCV (les « **Luxcos TCV** » ou « **TCV** »), d'EQT X Investments S.à.r.l. (« **EQT** »), ainsi que de Denis Ladegaillerie (le « **Consortium** »), par l'intermédiaire d'un véhicule d'investissement dédié, Upbeat BidCo SAS (« **BidCo** » ou l'« **Initiateur** »), sur les actions de la société Believe (la « **Société** » ou « **Believe** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Offre, au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** » ou l'« **Expert Indépendant** ») a été désigné le 11 février 2024 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 de notre rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable, pour les actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), des conditions et modalités financières de l'Offre, envisagée au prix de 15,0 € par action (le « **Prix de l'Offre** »).

1.1. Contexte de l'Offre

Dans un communiqué de presse en date du 12 février 2024², la Société a annoncé que le Consortium envisageait, par l'intermédiaire d'un véhicule d'investissement dédié³, d'acquérir plusieurs blocs d'actions représentant au total 71,9% du capital de Believe (les « **Acquisitions de Blocs** »), comprenant :

- les actions détenues par les sociétés TCV Luxco BD S.à.r.l., Ventech et XAnge⁴, représentant respectivement 41,1%, 12,0% et 6,3% du capital de la Société ;
- la participation de Denis Ladegaillerie, fondateur de la Société, représentant 12,5% du capital de la Société, par voie d'apport (11,2%) et de cession (1,3%).

Ce communiqué précisait que les Acquisitions de Blocs seraient réalisées au prix de 15,0 € par action, et que le Consortium envisageait le dépôt d'une Offre Publique d'Achat au même prix (ensemble l'« **Opération** ») ainsi que la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire dans l'hypothèse où les conditions pour sa mise en œuvre seraient réunies.

L'annonce au marché intervenait à la suite de la conclusion par les membres du Consortium d'un accord en date du 11 février 2024 (l'« **Accord de Consortium et d'Investissement** »).

Les Acquisitions de Blocs étaient soumises à la condition suspensive de l'avis motivé favorable et sans réserve du Conseil d'Administration, notamment pris à la suite de l'examen du rapport de l'expert indépendant sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre

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 « Réception par Believe d'une offre au prix de 15 euros par action émise par un consortium visant l'ensemble des actions en circulation de Believe », [12 février 2024](#).

³ Initialement Upbeat MidCo, substitué par BidCo.

⁴ Actionnaires historiques de Believe.

envisagée et de la consultation du comité social et économique de Believe (la « **Condition Suspensive** »).

Le 28 février 2024, le Consortium informait le Conseil d'Administration de sa décision de renoncer au bénéfice de la Condition Suspensive, de sorte que la réalisation des Acquisitions de Blocs restait uniquement soumise à l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations.

Le 1^{er} mars 2024⁵, le Comité Ad Hoc en a informé le marché, en annonçant également que la Société avait reçu une manifestation d'intérêt préliminaire, exploratoire et non engageante de la part d'un tiers.

Le 7 mars 2024⁶, la société Warner Music Group (« **WMG** ») confirmait officiellement sa manifestation d'intérêt pour la Société, et déclarait que la renonciation par le Consortium à la Condition Suspensive était selon elle contraire à la réglementation boursière française.

Le 11 mars 2024⁷, le Comité Ad Hoc annonçait qu'il avait sollicité l'AMF afin qu'elle donne son avis sur la validité de la renonciation à la Condition Suspensive au regard du droit boursier.

Le 22 mars 2024, le Collège de l'AMF a considéré que « *la renonciation par le Consortium à la condition suspensive, stipulée à son seul bénéfice – ce dont le marché n'avait pas connaissance – de l'avis favorable du conseil d'administration, au regard de la manifestation d'intérêt, non publique à ce stade, d'une tierce partie, port[ait] atteinte aux principes directeurs du droit des offres publiques [...]* »⁸.

Le 25 mars 2024, la Société annonçait que le Conseil d'Administration avait décidé de donner accès à WMG à une *data room* incluant un niveau d'informations équivalent à celui consenti au Consortium, afin que WMG puisse soumettre une offre engageante au plus tard le 7 avril 2024.

Le 6 avril 2024, après avoir mené des diligences, WMG renonçait à soumettre une offre.

Par communiqué du 12 avril 2024⁹, le Consortium annonçait avoir obtenu toutes les autorisations nécessaires au titre du droit de la concurrence et, après échange avec l'Expert Indépendant et le Comité Ad Hoc, ne plus avoir l'intention de demander un retrait obligatoire.

1.2. Périmètre de l'Offre

À notre connaissance, la répartition du capital et des droits de vote théoriques¹⁰ de la Société à la date la plus récente, telle que mentionnée dans le projet de note d'information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), et avant la réalisation des Acquisitions de Blocs, se présentait comme suit :

⁵ Communiqué de presse du Comité Ad Hoc du [1^{er} mars 2024](#).

⁶ Communiqué de presse de WMG du [7 mars 2024](#).

⁷ Communiqué de presse du Comité Ad Hoc du [11 mars 2024](#).

⁸ Extrait du courrier adressé par la Présidente de l'AMF à la Présidente du Comité Ad Hoc, en date du [22 mars 2024](#).

⁹ Communiqué de presse du Consortium du [12 avril 2024](#).

¹⁰ Conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote.

Répartition du capital et des droits de vote avant les Acquisitions de Blocs

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote théoriques
TCV Luxco BD	39 942 982	41,12%	64 603 070	42,49%
Denis Ladegaillerie	12 101 320	12,46%	24 202 640	15,92%
Ventech	11 684 314	12,03%	23 368 628	15,37%
XAnge	6 106 558	6,29%	6 106 558	4,02%
Sous-total	69 835 174	71,90%	118 280 896	77,80%
Fonds stratégique de participations	3 559 433	3,66%	6 636 356	4,37%
Flottant hors autodétention	23 645 452	24,34%	27 017 925	17,77%
Autodétention	90 291	0,09%	90 291	0,06%
Total	97 130 350	100,00%	152 025 468	100,00%

Source : Société

À l'issue de l'Acquisition des Blocs¹¹, l'actionnariat de la Société devrait se présenter comme suit¹² :

Répartition du capital et des droits de vote après les Acquisitions de Blocs

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
BidCo	69 835 174	71,61%	69 835 174	67,17%
Fonds stratégique de participations	3 559 433	3,65%	6 636 356	6,38%
Flottant hors autodétention	24 033 564	24,65%	27 406 037	26,36%
Autodétention	90 291	0,09%	90 291	0,09%
Total	97 518 462	100,00%	103 967 858	100,00%

Source : Société

La Société a par ailleurs émis plusieurs instruments donnant accès à son capital. À notre connaissance et à la date la plus récente, 1.024.757 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (« **BSPCE** ») et 273.194 bons de souscription d'actions (« **BSA** ») sont en circulation¹³.

La Société a également mis en place plusieurs plans d'attribution d'actions gratuites de performance (les « **Actions Gratuites** »). L'accélération de la période d'acquisition, décidée par le Conseil d'Administration le 18 avril 2024, permet aux bénéficiaires d'Actions Gratuites concernés d'apporter leurs actions à l'Offre. Cette accélération de la période d'acquisition concerne les Actions Gratuites attribuées dans le cadre du plan 2021, soit un nombre total de 388.112 Actions Gratuites sur la base de l'appréciation des conditions de performance par le Conseil d'Administration. Les Actions Gratuites attribuées dans le cadre des plans 2022 et 2023, soit un nombre total de 1.732.758 Actions Gratuites en cours d'acquisition, ne sont pas visées par l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des actions Believe (les « **Actions** »), en circulation ou à émettre, non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, soit :

¹¹ En ce compris la réalisation de l'apport de 10.851.320 Actions par Denis Ladegaillerie à l'Initiateur.

¹² Les Acquisitions de Blocs ont pour effet de supprimer les droits de vote double. Le tableau de répartition prend par ailleurs en compte la livraison par anticipation de 388.112 Actions Gratuites relatives au plan 2021.

¹³ Le 18 avril 2024, le Conseil d'Administration a décidé de modifier les termes et conditions d'exercice des BSPCE et des BSA afin qu'ils soient exerçables jusqu'à leur date d'expiration.

- 27.204.885 Actions déjà émises et non détenues par BidCo, excluant les 90.291 Actions autodétenues qui ne sont pas visées par l'Offre ;
- 2.651.182 Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, du fait de l'exercice des BSPCE ;
- 546.388 Actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre, du fait de l'exercice des BSA ;
- 388.112 Actions Gratuites relatives au plan 2021, dont la période d'acquisition a été accélérée.

Le nombre maximal d'Actions ainsi visées par l'Offre est égal à 30.790.567.

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 s'élèverait, hors frais et commissions liés à l'Offre, à 461.858.505 €¹⁴.

L'acquisition des Actions dans le cadre de l'Offre sera financée par les Luxcos TCV et EQT au moyen de prêts sans intérêt qui seraient ensuite capitalisés. Les Luxcos TCV et EQT investiront *pari passu* de sorte qu'elles détiendront les mêmes catégories de titres de BidCo et dans les mêmes proportions.

1.4. Politique de distribution de dividendes

Comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes, étant rappelé que la Société n'a versé aucun dividende au titre des trois derniers exercices.

1.5. Synergies et gains économiques liés à l'Offre

Compte tenu de son profil et de son objet social, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société après la réalisation de l'Offre.

1.6. Contours de la Mission

1.6.1. Modalités de désignation de Ledouble

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1 I 2°¹⁵, 4°¹⁶ du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07¹⁷ et n°2006-08¹⁸, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15¹⁹.

¹⁴ Nombre de titres visés par l'Offre : 30.790.567 Actions x Prix de l'Offre : 15,0 €.

¹⁵ Les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce ayant conclu un accord avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance.

¹⁶ Compte tenu de l'existence d'accords et d'opérations connexes à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

¹⁷ « Offres publiques d'acquisition ».

¹⁸ « Expertise indépendante ».

¹⁹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration en date du 11 février 2024, la Société nous a adressé une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation²⁰ ; cette lettre figure en **Annexe 1**²¹.

1.6.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, des conseils juridique²² et financier²³ (les « **Conseils** »), ainsi que des établissements présentateurs de l'Offre²⁴ (les « **Établissements Présentateurs** »).

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 les Établissements Présentateurs²⁵ ;
- 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 indépendante 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 10**.

1.7. 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**.

²⁰ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

²¹ La lettre de la Société, qui nous a été adressée le 12 avril 2024, prend en compte l'annonce du Consortium de ne pas demander un retrait obligatoire.

²² Gide Loyrette Nouel (conseil juridique de la Société et du Comité Ad Hoc) et Bredin Prat (conseil juridique du Consortium).

²³ Citi (conseil financier de la Société).

²⁴ BNP Paribas (banque présentatrice et garante) et Goldman Sachs (banque présentatrice).

²⁵ Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des cinq dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre incluant les accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations 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 et Opérations 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, le Consortium ainsi que les Conseils et les Établissements Présentateurs²⁶, se sont fondées notamment sur :

- la prise de connaissance de la stratégie et des objectifs de l'Initiateur justifiant la mise en œuvre du projet d'Offre ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées, ainsi que de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière du Groupe, utile à nos travaux ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'analyse de la stratégie du Groupe, de son positionnement sur les marchés cibles et de son environnement concurrentiel, afin d'appréhender correctement ses perspectives économiques et le potentiel de valeur sur ses différentes zones d'implantation ;
- la revue des modalités d'introduction en bourse de Believe et l'analyse de l'historique du cours de bourse ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'examen des initiations de couverture publiées par les analystes dans le cadre de l'introduction en bourse et des notes les plus récentes, publiées avant et après l'annonce du projet d'Offre ;
- la revue des manifestations d'intérêt pour Believe intervenues avant l'annonce de l'Offre ;
- la revue des *due diligences* et des travaux d'évaluation menés par des tiers, notamment lors de l'introduction en bourse et, plus récemment, dans le cadre de l'Opération envisagée ;
- la prise de connaissance de certains échanges intervenus entre WMG, le Conseil d'Administration et le Comité Ad Hoc et un entretien avec WMG ;
- l'examen des performances et des investissements historiques du Groupe à l'appui des données comptables et de gestion disponibles ;
- l'analyse de l'impact des dernières opérations de croissance externe ;

²⁶ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

- l'examen critique des projections financières aux bornes du Groupe ;
- la mise en perspective de ces estimations avec notre analyse du marché, les consensus des analystes suivant le titre, les performances historiques et les précédentes prévisions établies par le *management* de la Société (la « **Direction** ») ;
- la valorisation multicritère de l'Action selon des méthodes d'évaluation adaptées aux caractéristiques du Groupe ;
- la mise en œuvre d'analyses de sensibilité de l'évaluation de l'Action aux paramètres de marché et aux hypothèses clés de la Direction ;
- la comparaison des travaux d'évaluation menés par les Établissements Présentateurs avec l'Évaluation Multicritère ;
- l'étude des Accords et Opérations Connexes ;
- l'examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse ;
- la prise en compte des observations formulées par un actionnaire minoritaire sur les termes de l'Offre.

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

1.8. 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.

1.9. 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 des Établissements Présentateurs (§ 4) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5) ;

- les observations formulées par un Actionnaire Minoritaire (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

1.10. 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 marché²⁷

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 2.1) et son environnement (§ 2.2), ainsi que ses performances historiques et sa structure bilancielle (§ 2.3).

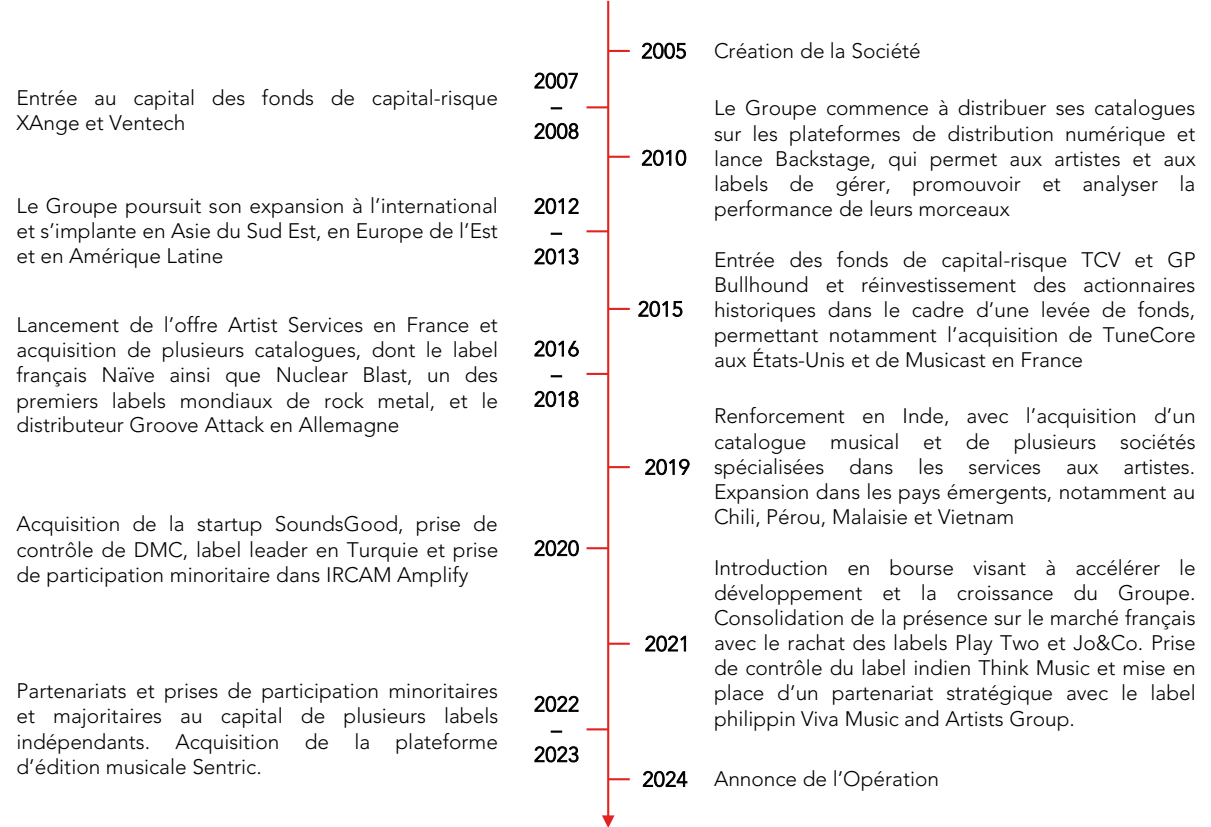
Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d’apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d’évaluation.

2.1. Présentation de Believe

2.1.1. Historique du Groupe

Fondé en 2005, le Groupe a rapidement fait évoluer son offre et s’est développé à l’international par le biais notamment de rapprochements et d’acquisitions ciblées sur un marché fragmenté.

Nous mentionnons, ci-après, quelques dates clés qui ont jalonné l’historique du Groupe :



²⁷ 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.

2.1.2. Positionnement et modèle économique du Groupe

Believe est un acteur spécialisé dans le secteur de la musique enregistrée et l'accompagnement des artistes locaux et des labels indépendants. Il propose un ensemble de prestations de services numériques, dans le but d'accompagner et de promouvoir les artistes et labels indépendants à chaque étape de leur carrière.

Sa plateforme technologique numérique lui permet de se positionner comme un intermédiaire clé entre, d'une part, les artistes et labels indépendants et, d'autre part, les plateformes de streaming, telles que Spotify, Apple Music, Amazon Music, et les réseaux sociaux²⁸. Le Groupe endosse aujourd'hui un rôle de *pure player* avec une culture et expertise digitale, et bénéficie ainsi d'une forte légitimité vis-à-vis des artistes et labels indépendants. Son ambition de devenir un leader mondial de l'industrie musicale en pleine transformation le conduit à mettre en œuvre une stratégie d'implantation locale dans de nombreux pays, en combinant des efforts d'investissement pour se développer organiquement et des opérations de croissance externe.

L'offre de Believe s'inscrit dans le panorama évolutif de l'industrie musicale, en répondant aux besoins digitaux des artistes et labels indépendants locaux. Elle est structurée autour des solutions suivantes :

- Solutions Premium, qui visent à optimiser la commercialisation et la promotion des contenus musicaux des labels et artistes ayant confié au Groupe l'exploitation de leur catalogue, sur l'ensemble des canaux digitaux. Ces solutions, qui fonctionnent selon un modèle économique de partage de revenus²⁹, regroupent l'offre « Label & Artist Solutions » – offre principale, cœur de métier historique du Groupe – et l'offre « Artist Services », lancée en 2018 et orientée vers les « top artists » auxquels sont proposés des services sur mesure avec des équipes dédiées pour la mise en œuvre de leur stratégie marketing et de promotion des œuvres ;
- Solutions Automatisées, qui permettent aux créateurs de musique, via la plateforme numérique TuneCore acquise en 2015, de distribuer de manière automatisée leurs contenus auprès des plateformes de distribution numérique et des médias sociaux.

Présentation du modèle d'affaires

Présentation du modèle d'affaires					
Offre		Clientèle	Modèle économique	Profil de l'offre	
Premium	Artist Services	Labels & artistes établis et de premier rang	Partage des revenus avec rémunération complémentaire pour les prestations	Technologie	
				Accompagnement par des experts en musique	
	Label and Artist Solutions	Labels & artistes émergents ou établis	Partage des revenus	Technologie	
				Accompagnement par des experts en musique	
Automatisées	TuneCore	Créateurs de musique et artistes autodistribués	Abonnement ou partage des revenus	Technologie	
				Accompagnement par des experts en musique	

Source : Société, analyses Ledouble

Une part significative du chiffre d'affaires de Believe est issue des sommes reversées par les plateformes de distribution numérique³⁰, sur lesquelles le Groupe met à disposition du

²⁸ Rémunérant la musique utilisée.

²⁹ Les plateformes reversent au Groupe une partie des revenus issus des abonnements payés par les utilisateurs, de la publicité et, dans une moindre mesure, de la vente de musique en téléchargement. Les modalités de calcul varient selon les méthodes de monétisation des contenus retenues par les plateformes.

³⁰ Une partie de ces sommes est ensuite reversée par le Groupe aux artistes et labels.

contenu audio ou vidéo, diffusé principalement en streaming. L'essor de ce procédé de diffusion a transformé l'industrie musicale et a contribué à la démocratisation de la production et de la distribution de la musique. Les revenus de l'industrie, qui étaient auparavant concentrés autour des artistes les plus populaires (« top artists ») soutenus par les majors de l'industrie, sont désormais en partie redistribués vers un plus grand nombre d'artistes.

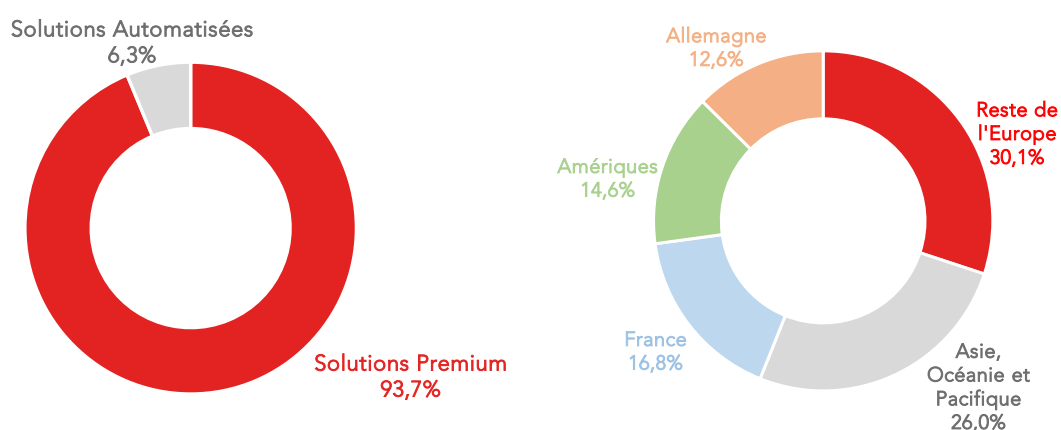
L'accélération de la numérisation du marché de l'édition musicale a conduit le Groupe à acquérir en 2023 la plateforme technologique indépendante Sentric, en vue de déployer une offre d'édition musicale globale.

Le Groupe conclut des contrats de licence avec les plateformes de distribution numérique et les médias sociaux qui diffusent les contenus audio et vidéo³¹. Parallèlement, il signe des contrats de distribution et de promotion et marketing numérique avec les artistes et labels³². Ces contrats peuvent porter sur l'ensemble des enregistrements d'un artiste ou du catalogue d'un label, ou concerner uniquement certains enregistrements. À l'instar des majors du secteur, le Groupe peut prévoir le versement d'avances sur les revenus futurs de l'artiste ou du label.

Pour son activité plus marginale de production musicale, dans le cadre de laquelle il produit directement les enregistrements de ses artistes-interprètes, le Groupe conclut avec ces derniers des contrats d'artiste, par l'intermédiaire de ses propres labels.

Au 31 décembre 2023, Believe offrait ses services à plus de 1,35 million d'artistes à différents stades de leur carrière, en direct ou par l'intermédiaire de labels. Avec un effectif d'environ 1.900 employés, le Groupe est implanté dans une cinquantaine de pays. Il bénéficie d'une part de marché significative en France – son pays d'implantation historique –, en Allemagne³³ ainsi que dans certains pays d'Asie. Progressivement, il se renforce au niveau mondial, notamment sur les marchés émergents tels que l'Asie-Pacifique, l'Europe et certains pays clés en Amérique Latine :

Répartition des revenus 2023 par segment d'activité et par zone géographique



Source : Société

³¹ Ces contrats de licences permettent aux plateformes d'exploiter le contenu mis à leur disposition pendant une certaine durée et sur un territoire défini.

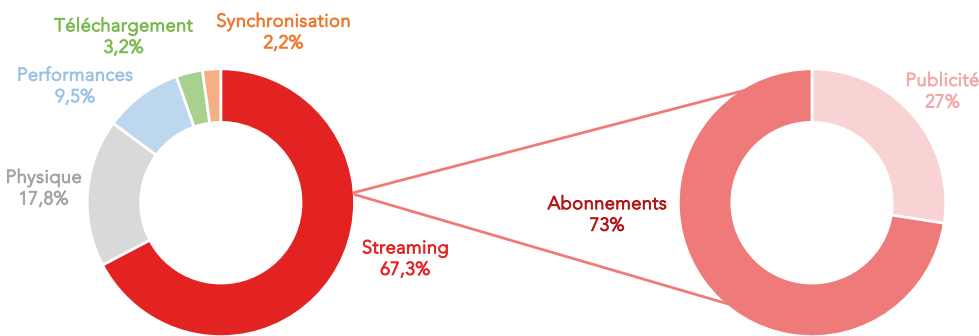
³² Ces contrats permettent au Groupe de bénéficier des droits sur les contenus. Contrairement aux labels traditionnels, Believe ne conserve pas les droits de propriété intellectuelle (droits d'enregistrement) des artistes.

³³ Depuis notamment l'acquisition en 2018 de Nuclear Blast, un des premiers labels mondiaux de rock metal, et du distributeur Groove Attack.

2.2. Forces en présence et principales caractéristiques de l’environnement concurrentiel

Sur le marché mondial de la musique enregistrée, l’IFPI³⁴ estime que le streaming représente aujourd’hui plus de deux tiers des revenus³⁵. Le solde est composé des revenus issus des ventes physiques³⁶, des performances publiques, du téléchargement et de la synchronisation³⁷.

Répartition des revenus 2023 du marché mondial de la musique enregistrée



Source : IFPI³⁸

Le streaming constitue par ailleurs le principal moteur de la croissance, malgré le ralentissement observé sur les marchés les plus matures. Le développement de la monétisation publicitaire, la démocratisation progressive des offres d’abonnement et la hausse des tarifs³⁹ constituent d’importants relais de croissance, en particulier dans les pays émergents où les taux de pénétration des services streaming sont aujourd’hui faibles. Dans ces zones, la conquête d’abonnés et la monétisation des accès aux contenus sont des processus lents, avec un retour sur investissement à long terme.

Du fait de leur détention d’une grande partie des catalogues musicaux, les trois majors⁴⁰ dominent le marché mondial de la musique enregistrée, avec une part de marché estimée à 63%⁴¹ par l’institut MIDiA Research. Le solde est réparti entre les labels indépendants (environ 31%) et les artistes sans label (environ 6%), qui affichent les dynamiques les plus favorables⁴².

Le Groupe considère que son positionnement historique vis-à-vis des artistes et labels indépendants, ses technologies propriétaires et sa présence locale dans de nombreux pays le différencient de ses principaux concurrents sur le marché de la musique enregistrée, en particulier sur le sous-segment de la musique numérique ; ces caractéristiques, associées à son modèle économique, lui permettent de surperformer le marché en termes de croissance.

³⁴ Porte-parole de l’industrie du disque dans le monde, l’International Federation of the Phonographic Industry (IFPI) représente plus de 8.000 maisons de disques membres dans le monde.
³⁵ Dont 73% générés par les abonnements et 27% par la publicité.
³⁶ Le marché physique poursuit son déclin, malgré la résilience des ventes de vinyles et la dynamique de certaines zones géographiques comme le Japon.
³⁷ Rémunération de l’utilisation de la musique dans les films et séries.
³⁸ Source : IFPI (2024), *Global Music Report, State of the Industry*.
³⁹ La hausse des tarifs a commencé dans les pays où le taux de pénétration des services de streaming s’est stabilisé.
⁴⁰ Universal Music Group (UMG), Sony Music Entertainment (SME) et Warner Music Group (WMG).
⁴¹ Dont près de 30% pour UMG.
⁴² Source : MIDiA Research (2024), *Global recorded music revenues grew by 9.8% in 2023*.

Il est toutefois confronté à un renforcement de la concurrence exercée par les majors qui, ayant perçu depuis plusieurs années le potentiel des offres de services aux artistes et labels indépendants, cherchent à se positionner en investissant. À titre d'exemples :

- Sony Music Entertainment a finalisé en 2022 l'acquisition des activités de Kobalt dans le domaine de la musique enregistrée, comprenant AWAL, l'un des principaux fournisseurs de services aux artistes indépendants ;
- Virgin Music Group⁴³ a annoncé en septembre 2023 une réorganisation globale de ses activités, avec des projets d'intégration de la plateforme mondiale et de la technologie marketing brevetée d'Ingrooves à Virgin Music, dans le but de fournir aux artistes et labels indépendants une gamme complète de services.

Le Groupe fait également face à la concurrence d'acteurs locaux, qui peuvent s'appuyer sur leur implantation et leur connaissance de l'industrie musicale locale.

S'agissant des Solutions Automatisées, la plateforme TuneCore est concurrencée essentiellement par des sociétés de distribution de musique en ligne indépendantes, telles que Distrokid, CD Baby et Ditto⁴⁴.

Le modèle économique de Believe peut également être affecté par les changements apportés au modèle de rémunération du streaming. Dans ce contexte, la plateforme française Deezer et la major Universal Music Group ont annoncé en septembre 2023 le lancement d'un modèle de rémunération du streaming centré sur l'artiste – modèle dit « Artist Centric » –, avec la mise en place d'un algorithme visant à mieux récompenser les artistes considérés comme professionnels et bénéficiant d'un engagement fort de leurs auditeurs. Cette refonte, intervenant dans un contexte de hausse du contenu généré par l'intelligence artificielle, est de nature à réduire la part de marché des artistes émergents au bénéfice des artistes déjà établis.

2.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données présentées ci-après sont issues des comptes consolidés publiés par la Société. Nous analysons successivement les performances du Groupe sur un historique de cinq ans (§ 2.3.1) ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2023 (§ 2.3.2).

2.3.1. Performances et rentabilité historiques du Groupe

Nous examinons l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle (EBITDA Ajusté avant plateforme centrale⁴⁵, EBITDA Ajusté⁴⁶ et EBIT⁴⁷) sur la période 2019 à 2023 :

⁴³ Division d'Universal Music Group.

⁴⁴ La major UMG a décidé en 2022 de mettre fin au service de distribution de musique numérique Spinnup qu'elle avait lancé. La plateforme Level Music affiche quant à elle le soutien de Warner Music Group tout en restant, à notre connaissance, indépendante.

⁴⁵ La plateforme centrale ne constitue pas un secteur opérationnel selon IFRS 8 « Secteurs opérationnels », mais est suivie par le Groupe pour ses besoins de reporting interne.

⁴⁶ Nous rappelons que l'EBITDA, en tant qu'indicateur alternatif de performance, est une notion dont la construction n'est pas normée et, dès lors, peut varier selon les émetteurs et les circonstances. L'EBITDA Ajusté est défini par le Groupe comme le résultat opérationnel avant (i) les charges d'amortissement et de dépréciation, (ii) les paiements fondés sur des actions y compris charges sociales et abondements de l'employeur, (iii) les autres produits et charges opérationnels, (iv) les amortissements des actifs identifiés à la date d'acquisition nets des impôts différés pour la quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence.

⁴⁷ Nous avons assimilé le résultat opérationnel publié historiquement par le Groupe à l'EBIT, étant précisé que le Groupe ne publie pas d'indicateur d'EBIT.

Indicateurs de performance historique

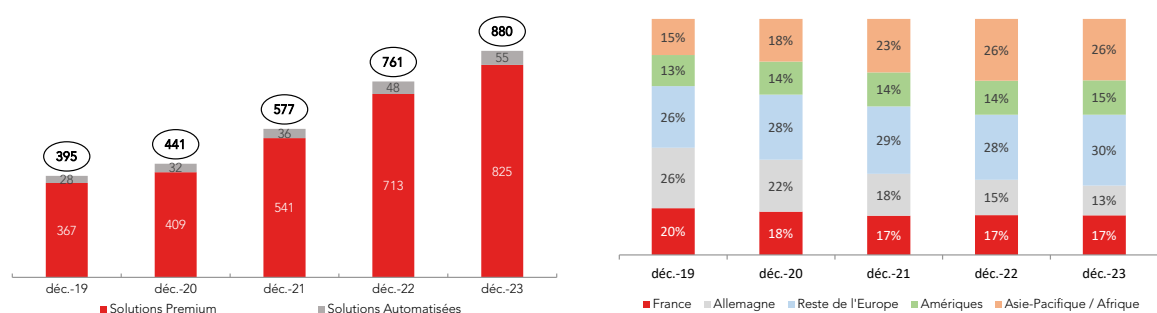
M€	déc-19	déc-20	déc-21	déc-22	déc-23
Chiffre d'affaires	395	441	577	761	880
% de variation	65,7%	11,9%	30,7%	31,8%	15,7%
% croissance organique (*)	45,2%	9,8%	29,9%	32,2%	19,5%
EBITDA Ajusté avant plateforme centrale	61,5	60,7	83,3	107,9	128,4
% du chiffre d'affaires	15,6%	13,8%	14,4%	14,2%	14,6%
EBITDA Ajusté	35,3	7,7	23,3	34,7	50,3
% du chiffre d'affaires	8,9%	1,7%	4,0%	4,6%	5,7%
EBIT	14	(22)	(20)	(22)	(18)
% du chiffre d'affaires	3,5%	(5,0%)	(3,4%)	(2,9%)	(2,1%)

(*) Les pourcentages sont présentés à taux de change constant à partir de 2021. Le taux 2023 correspond au taux ajusté par le Groupe, fournissant une vision de la croissance organique du chiffre d'affaires une fois les effets de change de marché embarqués neutralisés.

Source : Société, analyses Ledouble

2.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé, réparti par segment d'activité et par zone géographique, se présente comme suit :

Évolution du chiffre d'affaires par segment et par zone géographique (M€ et %)

Source : Société

Sur la période examinée, le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 22%⁴⁸. L'ensemble des zones géographiques ont contribué de manière significative à la croissance de l'activité, à l'exception de l'Allemagne où le Groupe était exposé aux ventes physiques, plus particulièrement affectées par la pandémie⁴⁹. Le Groupe poursuit sa stratégie de devenir un leader en Asie, ses efforts d'investissement lui ayant permis de gagner des parts de marché ; la zone Asie-Pacifique et Afrique représente en 2023 plus d'un quart du chiffre d'affaires consolidé.

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires a été marquée :

- en 2019, par une croissance significative du chiffre d'affaires (+65,7%), résultant :

⁴⁸ À taux de change courants.

⁴⁹ Certains genres musicaux compris dans le catalogue des labels du Groupe continuent à être distribués en grande partie sous un format physique. Le Groupe y mène une réorganisation visant à réduire son exposition aux ventes physiques.

- d'un développement organique de l'activité (+45,2%)⁵⁰, porté par la croissance structurelle du marché de la musique numérique et par le déploiement des Solutions Premium dans de nouveaux pays ;
 - de l'intégration de Nuclear Blast et de Groove Attack⁵¹ et de l'acquisition de plusieurs sociétés en Inde ;
- en 2020, par le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires (+11,9%), du fait :
- de la pandémie de Covid-19, qui a entraîné une diminution des dépenses publicitaires des annonceurs, une baisse de la monétisation des contenus⁵², un décalage des sorties de certains artistes, et a affecté les ventes physiques, notamment en Allemagne ;
 - de l'absence d'acquisition structurante⁵³ ;
- en 2021 et 2022, par une reprise de la croissance (+31% en moyenne), essentiellement organique⁵⁴, soutenue par l'expansion de l'offre de services sur les marchés clés et par les gains de nouveaux artistes et labels. La zone Asie-Pacifique a enregistré la plus forte progression (+63% en 2021 et +53% en 2022), grâce à l'élargissement de l'offre Solutions Premium et à la mise en place des partenariats stratégiques Think Music et VMAG. Le niveau d'activité élevé en Amérique latine et le renforcement des équipes locales en Europe (hors France et Allemagne) ont également fortement contribué à la dynamique de croissance du Groupe. En France, Believe a confirmé sa position d'acteur clé avec une solide performance des activités de services aux artistes et la poursuite de la croissance des solutions pour artistes et labels ;
- en 2023, par une décélération de la croissance, qui reste toutefois à un niveau élevé (+15,7%). Ajustée des effets de change, qui ont pesé négativement sur les royalties collectées et reversées par les partenaires numériques (DSP⁵⁵), la croissance organique s'est établie à près de 20%. Les revenus des Solutions Premium ont bénéficié des hausses de prix décidées par plusieurs DSP et de l'amélioration de la monétisation du streaming financé par la publicité. Le Groupe a poursuivi ses gains de parts de marché dans la plupart des pays clés, et s'est positionné parmi les trois premiers acteurs œuvrant avec les artistes et labels locaux sur de nombreux marchés européens et asiatiques. Le segment Solutions Automatisées a bénéficié du lancement d'un nouveau programme marketing et d'une évolution du tarif des offres payantes, ainsi que de l'intégration des activités de Sentric self-service.

⁵⁰ À taux de change courant.

⁵¹ Opérations réalisées en octobre 2018, qui ont généré une croissance additionnelle de 57 M€ en 2019.

⁵² Baisse des ventes numériques du Groupe liées aux offres gratuites financées par la publicité.

⁵³ Le Groupe a acquis une participation majoritaire dans le label DMC en Turquie, et a pris une autre participation dans la société IRCAM Amplify. Il a en outre acquis les actifs de la société SoundsGood, spécialisée dans la création de listes d'écoute sur les plateformes de streaming. Ces opérations n'ont toutefois pas contribué significativement au chiffre d'affaires consolidé de l'exercice 2020.

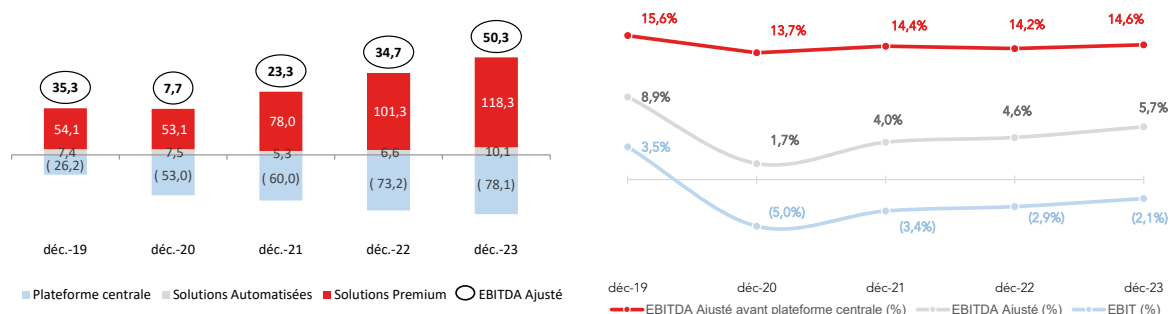
⁵⁴ Le Groupe a réalisé plusieurs opérations de croissance externe en 2021 et 2022, qui n'ont toutefois pas contribué significativement au chiffre d'affaires consolidé, compte tenu des montants investis et du caractère minoritaire de certaines prises de participations (Play 2, Viva Music and Artists Group), comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence.

⁵⁵ Digital Service Partners.

2.3.1.2. Évolution de la rentabilité opérationnelle

Les graphes suivants illustrent l'évolution de la marge d'EBITDA Ajusté⁵⁶ ainsi que des taux de rentabilité opérationnelle⁵⁷, exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires :

Évolution de l'EBITDA Ajusté (M€) et des taux de marge opérationnelle (%)



Source : Société, analyses Ledouble

Au cours des cinq derniers exercices, la rentabilité opérationnelle a varié essentiellement en fonction des coûts engagés au niveau de la plateforme centrale et de la contribution des Solutions Premium aux résultats du Groupe, les Solutions Automatisées y contribuant plus marginalement.

La plateforme centrale développe une partie des outils et processus servant aux équipes locales et centrales pour le déploiement des offres auprès des artistes et labels. Les coûts de la plateforme centrale sont essentiellement constitués des frais de personnel interne et externe, impliqué dans le développement technologique, les activités commerciales, le marketing et les fonctions dites support.

En 2020, la dégradation de la marge d'EBITDA Ajusté (-720 points de base par rapport au chiffre d'affaires) a résulté principalement de la forte progression des coûts engagés au niveau de la plateforme centrale (+540 points de base⁵⁸). Le ralentissement de la croissance dans le contexte de la pandémie et la progression des coûts induits par le déploiement des offres de Solutions Premium ont également pesé sur les autres charges opérationnelles incluses dans la marge d'EBITDA Ajusté (+180 points de base).

Sur la période 2021-2023, la marge d'EBITDA Ajusté avant prise en compte des coûts de la plateforme centrale a été relativement stable, oscillant entre 14,2% et 14,6% du chiffre d'affaires consolidé. L'achèvement fin 2020 de la mise à l'échelle de la plateforme centrale a permis une amélioration sensible du taux de marge d'EBITDA Ajusté (+310 points de base sur les trois derniers exercices⁵⁹).

Sur la même période, la marge d'EBIT, qui intègre l'amortissement non seulement des coûts de développement capitalisés mais également de certains actifs reconnus dans le cadre des opérations de croissance externe (e.g. catalogues, relations avec les artistes et labels), progresse de manière analogue, à un rythme toutefois moins soutenu.

⁵⁶ En décomposant la contribution de la plateforme centrale, des Solutions Premium et des Solutions Automatisées.

⁵⁷ Marge d'EBITDA Ajusté avant plateforme centrale, marge d'EBITDA Ajusté et marge d'EBIT.

⁵⁸ Les coûts de la plateforme centrale ont représenté en 2019 et 2020 respectivement 6,6% et 12,0% du chiffre d'affaires consolidé.

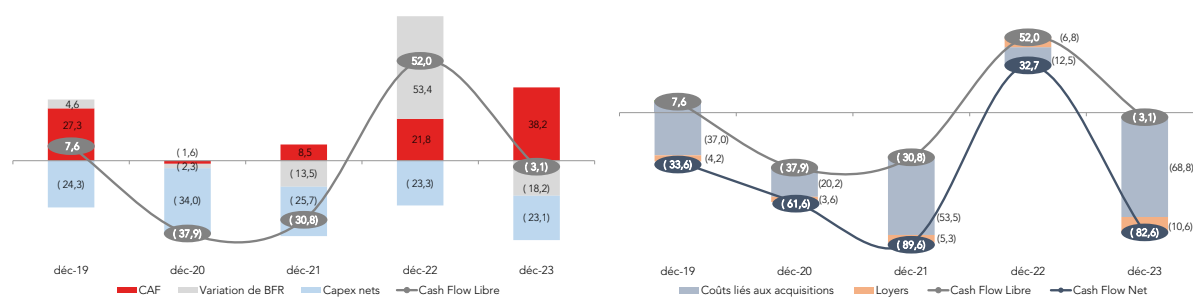
⁵⁹ Les coûts de la plateforme centrale ont représenté en 2020 et 2023 respectivement 12,0% et 8,9% du chiffre d'affaires consolidé.

2.3.1.3. Évolution des flux de trésorerie

En lien avec notre analyse de la performance historique du Groupe, nous présentons, ci-après, l'évolution des flux de trésorerie opérationnels et d'investissement, en détaillant l'évolution :

- du flux de trésorerie disponible (« **Cash Flow Libre** »), tel que défini par le Groupe⁶⁰, décomposé entre la capacité d'autofinancement (« **CAF** »), la variation de BFR et les investissements nets (« **Capex nets** »), retraités des coûts liés aux acquisitions⁶¹ ;
- du flux de trésorerie disponible, après prise en compte des loyers⁶² et des coûts liés aux acquisitions (« **Cash Flow Net**⁶³ »).

Évolution des flux de trésorerie du Groupe (M€)



Source : Société, analyses Ledouble

À l'exception de l'exercice 2020, durant lequel la rentabilité opérationnelle s'était fortement dégradée (§ 2.3.1.2), le Groupe affiche une CAF positive sur l'ensemble de la période examinée. Les Capex nets, correspondant essentiellement aux coûts de développement capitalisés de la plateforme centrale et des Solutions Automatisées, ont représenté une enveloppe annuelle comprise entre 23 M€ et 34 M€.

Compte tenu de la forte progression de la rentabilité opérationnelle, le Groupe est parvenu en 2023 à atteindre un cash flow opérationnel avant variation de BFR de 38 M€⁶⁴ et un Cash Flow Libre presque à l'équilibre, malgré la hausse des avances accordées aux artistes et aux labels⁶⁵.

Du fait de la politique de croissance externe menée par le Groupe, le Cash Flow Net reste structurellement négatif avec une sortie de trésorerie cumulée de 235 M€ au cours des cinq derniers exercices. Sur cette période, le Groupe a investi près de 200 M€ en opérations de croissance externe⁶⁶ :

⁶⁰ Flux nets de trésorerie des activités opérationnelles, après prise en compte des acquisitions et cessions d'immobilisations incorporelles et corporelles, et retraitées (i) des coûts liés aux acquisitions, (ii) des coûts d'acquisition d'un groupe d'actifs ne répondant pas à la définition d'un regroupement d'entreprises, et (iii) des avances liées aux contrats de distribution destinées spécifiquement à l'acquisition d'actifs (acquisition de sociétés, de catalogues, etc.).

⁶¹ Du fait des retraitements opérés, les données chiffrées présentées ne peuvent être directement réconciliées avec les tableaux de flux de trésorerie consolidés du Groupe.

⁶² Depuis l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 « Contrats de location », les loyers sont classés dans les flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement.

⁶³ Cet agrégat n'intègre pas les flux de trésorerie liés aux opérations de financement (à l'exception des loyers).

⁶⁴ Hors coûts liés aux acquisitions.

⁶⁵ En 2022, le Cash Flow Libre positif résultait notamment de la variation de BFR qui intégrait entre autres un paiement exceptionnel de 20 M€ provenant d'un partenaire numérique.

⁶⁶ Les montants indiqués ci-après sont exprimés nets de la trésorerie acquise et hors frais d'acquisition.

- en 2019, le Groupe a réalisé trois acquisitions en Inde⁶⁷ et une prise de participation en France au capital de la société 6&7 SAS exploitant le label éponyme, pour un montant total de 37,0 M€ ;
- en 2020, il a pris le contrôle du label DMC en Turquie, pour un montant net de 18,8 M€, et pris une participation dans le capital de la société IRCAM Amplify⁶⁸ ; il a également acquis les actifs de la société SoundsGood⁶⁹, spécialisée dans la création de listes d'écoute sur les plateformes de streaming ;
- en 2021, il a consolidé sa présence sur le marché français en entrant au capital des labels indépendants Play Two (12,0 M€) et Jo&Co (3,4 M€). Sur les marchés émergents, il a pris le contrôle du label indien Think Music (11,5 M€), un des leaders sur le segment des bandes originales de films, et a noué un partenariat stratégique avec le label philippin Viva Music and Artists Group (23,0 M€) ;
- en 2022, les investissements de croissance externe représentent une enveloppe plus modeste⁷⁰, le Groupe ayant suspendu sa politique de croissance externe à partir de la fin du mois de février, dans un environnement économique marqué notamment par la guerre en Ukraine ;
- en 2023, la croissance externe a représenté un investissement total de près de 70 M€, comprenant l'acquisition de la plateforme technologique d'édition musicale Sentric (35,9 M€⁷¹), des acquisitions de catalogues et d'actifs technologiques divers (25,0 M€) et des avances et coûts liés aux acquisitions d'actifs (8,1 M€).

Sur un marché fragmenté, le Groupe ambitionne de poursuivre sa stratégie d'acquisitions en investissant environ 100 M€ par an en opérations de croissance externe. Les sociétés de services aux artistes et labels représentent plus de la moitié des cibles identifiées par le Groupe, suivies par les sociétés technologiques ou de marketing numérique, les acteurs de la distribution et les catalogues.

⁶⁷ Venus, Entco et Canvas.

⁶⁸ Pour un montant de 0,5 M€.

⁶⁹ Pour un montant de 0,6 M€.

⁷⁰ Les décaissements comprennent notamment l'accroissement de la participation au capital de 6&7, la prise de contrôle de la société Morning Glory et la prise de participation minoritaire au capital de Structure PY.

⁷¹ Montant net de la trésorerie acquise.

2.3.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 31 décembre 2023 :

Bilan simplifié	
M€	déc.-23
Goodwill	141,2
Immobilisations incorporelles et corporelles	166,5
Participations dans les sociétés mises en équivalence	48,8
Autres actifs financiers	10,9
Actifs d'impôt différé	20,1
BFR actif	505,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	214,2
Total Actif	1 107,0
Capitaux propres - Part du Groupe	370,8
Intérêts minoritaires	8,4
Capitaux propres	379,2
Provisions	2,0
Dettes financières	31,9
Passifs non courants liés aux acquisitions	16,5
Passifs d'impôt différé	20,7
BFR passif	656,7
Provisions et dettes	727,8
Total Passif	1 107,0

Source : Société, analyses Ledouble

2.3.2.1. Goodwill

Le montant total des goodwill, issus des différentes opérations de croissance externe réalisées par le Groupe, est égal à 141,2 M€⁷².

2.3.2.2. Immobilisations incorporelles et corporelles

Les actifs immobilisés, inscrits au bilan pour une valeur nette comptable totale de 166,5 M€, comprennent :

- les catalogues acquis par le Groupe (42,5 M€) ;
- les logiciels (35,2 M€), correspondant essentiellement aux coûts de développement capitalisés ;
- les marques (24,1 M€) et les relations avec les artistes et labels (20,3 M€), reconnues dans le cadre des opérations de regroupement d'entreprises ;
- d'autres immobilisations incorporelles (13,5 M€) correspondant principalement aux coûts de développement en cours de la plateforme technologique du Groupe ;

⁷² Le montant se ventile entre les acquisitions suivantes : Sentric Music Group (36,4 M€), Venus Music (23,9 M€), TuneCore (17,8 M€), SPI Think Music (15,8 M€), Nuclear Blast (12,4 M€), DMC (11,6 M€), autres (23,3 M€).

- des immobilisations corporelles (31,0 M€), comprenant les droits d'utilisation liés aux bâtiments et au matériel informatique loués par le Groupe ainsi que divers actifs détenus en propre.

2.3.2.3. Participations dans les sociétés mises en équivalence

Les participations dans les sociétés où le Groupe exerce un contrôle conjoint ou une influence notable sont comptabilisées selon la méthode de la mise en équivalence. La valeur nette comptable de ces participations s'établit à 48,8 M€⁷³.

2.3.2.4. Autres actifs financiers

Les autres actifs financiers, d'un montant de 10,9 M€, sont constitués des prêts consentis par le Groupe (4,9 M€), des dépôts et garanties versés (3,1 M€), de titres non consolidés (1,2 M€), d'actifs liés aux avantages du personnel (0,4 M€) et d'actifs financiers courants (1,4 M€) incluant les comptes séquestres liés à l'activité Live de Believe.

2.3.2.5. Impôts différés

Les impôts différés résultent des différences temporelles entre les valeurs comptables des actifs et des passifs et leurs bases fiscales. Ils sont notamment liés à :

- la comptabilisation dans les comptes consolidés des actifs incorporels identifiés lors des regroupements d'entreprises (e.g. catalogues, marques, relations avec les artistes et labels) ;
- certains retraitements de consolidation ;
- la reconnaissance d'une partie des actifs d'impôts différés liés aux déficits reportables.

Au 31 décembre 2023, les impôts différés représentent un passif net de 0,6 M€⁷⁴. Ils comprennent un actif d'impôt différé de 5,3 M€ lié aux déficits reportables, étant précisé que le montant des actifs d'impôts différés non reconnus au titre des pertes fiscales reportables s'établit à 31,1 M€.

⁷³ Ce montant total se ventile comme suit : Viva Music and Artists Group Inc. (22,3 M€), Play 2 SAS (12,3 M€), Groupe Lili Louise (10,9 M€), Groupe Structure (2,5 M€) et GS Believe LLP (0,8 M€).

⁷⁴ Passifs d'impôts différés (20,7 M€) nets des actifs d'impôts différés (20,1 M€).

2.3.2.6. Besoin en fonds de roulement⁷⁵

Le besoin en fonds de roulement a évolué comme suit au cours des cinq derniers exercices :

Évolution du besoin en fonds de roulement

M€	déc.-19	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23
Avances aux artistes et labels	62,9	108,8	166,0	178,5	258,6
Créances clients	97,6	110,4	136,6	158,5	200,2
Autres actifs courants	46,2	39,0	41,3	44,0	46,5
BFR Actif	206,7	258,2	343,9	380,9	505,2
Dettes fournisseurs et passifs sur contrats	282,6	333,0	411,2	509,3	611,8
Autres passifs courants	48,4	30,7	28,8	33,9	45,0
BFR Passif	330,9	363,7	440,0	543,2	656,7
BFR	(124,3)	(105,5)	(96,1)	(162,3)	(151,5)

Source : Société, analyses Ledouble

Il est principalement constitué :

- des avances accordées aux artistes et labels (parts courante et non courante) ;
- des créances clients, correspondant principalement au montant des versements dus au Groupe par les plateformes de distribution numérique et médias sociaux ainsi qu'aux factures à émettre dans le cadre de l'estimation du chiffre d'affaires à la clôture de l'exercice ;
- des dettes fournisseurs et des passifs sur contrats, incluant, d'une part, les avances et minimums garantis reçus des plateformes numériques et, d'autre part, les produits constatés d'avance liés aux abonnements payés par les artistes dans l'activité Solutions Automatisées.

Historiquement, le BFR est structurellement négatif, compte tenu notamment du décalage entre les versements effectués par les plateformes de distribution numérique et les versements aux artistes. Toutefois, le développement des Solutions Premium et la stratégie du Groupe visant à offrir aux artistes et labels davantage de services ont pour conséquence une hausse significative des avances qui leur sont consenties, ce qui devrait modifier sensiblement la structure du BFR à l'avenir⁷⁶.

2.3.2.7. Trésorerie et équivalents de trésorerie

L'enveloppe de trésorerie et d'équivalents de trésorerie dont disposait le Groupe au 31 décembre 2023 s'élève à 214,2 M€.

2.3.2.8. Capitaux propres

La part des capitaux propres revenant au Groupe s'établit à 370,8 M€.

⁷⁵ Le calcul du BFR que nous présentons diffère légèrement de celui de la Société qui intègre les actifs financiers courants et les provisions courantes.

⁷⁶ Dans l'hypothèse où les conditions contractuelles (et notamment la durée et la forme juridique des contrats, le niveau de services ou la fourchette de rémunération des artistes) ne sont pas modifiées par rapport à l'existant.

Les intérêts minoritaires, liés aux sociétés intégrées globalement dont le capital n'est pas détenu en totalité par Believe⁷⁷, sont inscrits au bilan pour un montant de 8,4 M€.

2.3.2.9. Provisions

Les provisions, qui totalisent 2 M€, sont majoritairement composées des engagements vis-à-vis du personnel.

2.3.2.10. Dettes financières

Les dettes financières, d'un montant de 31,9 M€, sont constituées des obligations locatives (30,2 M€) et des emprunts et dettes souscrits auprès d'établissements de crédit (1,7 M€⁷⁸).

2.3.2.11. Passifs non courants liés aux acquisitions

Le Groupe a comptabilisé des passifs non courants à concurrence de 16,6 M€, au titre, d'une part, d'un contrat à terme portant sur les titres SPI Music restant à acquérir⁷⁹ (13,2 M€) et, d'autre part, de l'option croisée d'achat-vente portant sur les titres MGM (3,3 M€).

⁷⁷ Les intérêts minoritaires se rattachent aux participations suivantes : Madizin Music (49%), 6&7 (49%), Jo and Co (49%), Morning Glory Music (47%), TuneCore Japan (45%), Dogan Muzik Yapim (40%) et Netd Müzik Video (40%).

⁷⁸ Montant nets des coûts de financement différés.

⁷⁹ Le Groupe a pris le contrôle de SPI Music Private Limited (« **SPI Music** ») en 2021 avec une participation initiale de 76 % et un contrat à terme pour l'acquisition des 24 % restants à échéance 2025.

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 et méthodes d'évaluation écartées (§ 3.2) ;
- les références et méthodes d'évaluation retenues (§ 3.3) ;
- notre analyse du positionnement de la valeur de l'Action par rapport au prix d'introduction en bourse (§ 3.4) ;

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre (§ 3.5).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

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

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Believe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

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 arrêtées au 5 avril 2024 ; nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que leur évolution n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

Nous nous référons, pour le calcul du nombre d'Actions (§ 3.1.3) et de la trésorerie financière nette ajustée (§ 3.1.7), aux comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2023⁸⁰.

3.1.3. Nombre d'Actions

Au 31 décembre 2023, le capital de la Société était composé de 97.086.350 Actions, dont 105.030 en autodétention.

La Société a par ailleurs attribué à certains de ses salariés et cadres dirigeants :

- des bons de souscription d'actions (BSA) et des bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE), donnant accès, en cas d'exercice, à 3.241.571 actions

⁸⁰ Pour des raisons d'homogénéité, nous nous plaçons à la même date pour le calcul du nombre d'Actions et de la trésorerie financière nette ajustée, les mouvements sur le capital étant susceptibles d'avoir un impact sur la trésorerie du Groupe. Nous tenons toutefois compte des événements intervenus depuis cette date.

nouvelles. Compte tenu de leur position dans la monnaie et de la décision du Conseil d'Administration de modifier leurs conditions d'exercice⁸¹, nous avons intégré ces instruments dilutifs dans le calcul du nombre d'Actions ;

- 2.304.355 Actions Gratuites, dont l'acquisition définitive est conditionnée, d'une part, à une condition de présence dans la Société et, d'autre part, à plusieurs critères de performance financiers et extra-financier. Nous avons retenu un nombre total de 2.120.870 Actions Gratuites⁸², en tenant compte de l'accélération de la période d'acquisition des Actions Gratuites relevant du plan 2021⁸³ et du taux de vesting estimé par la Direction pour les Actions Gratuites relevant des plans 2022 et 2023.

Nos estimations de la valeur unitaire de l'Action sont ainsi basées sur un nombre de 102.343.761 Actions :

Nombre d'Actions diluées	
Catégorie	Nombre
Actions émises	97 086 350
Plans de BSA/BSPCE	3 241 571
Actions de performance (Actions autodétenues)	2 120 870 (105 030)
Nombre d'Actions diluées	102 343 761

Source : Société, analyses Ledouble

3.1.4. Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

Nous avons tenu compte, dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie (3.3.4), de l'incidence des engagements de location simple du Groupe. Par conséquent, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres exclut les obligations locatives (§ 3.1.7.1).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.3.5), nous avons examiné les résultats obtenus avec ou sans retraitement des normes IFRS 16 et ASC 842⁸⁴ relatives aux contrats de location⁸⁵. À l'issue de nos analyses et afin d'aboutir aux résultats jugés les plus pertinents, nous avons déterminé les multiples des Comparables Boursiers en tenant compte des redevances de loyers et en excluant les obligations locatives dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (§ 3.1.7.2).

En l'absence d'information suffisante sur les modalités des Transactions Comparables, nous avons déterminé la valeur de l'Action avant et après prise en compte de l'incidence des charges de location simple (§ 3.3.6).

⁸¹ Décision prise en date du 18 avril 2024.

⁸² Soit 388.112 Actions Gratuites au titre du plan 2021, 745.563 Actions Gratuites au titre du plan 2022 et 987.195 Actions Gratuites au titre du plan 2023.

⁸³ En application de la décision du Conseil d'Administration du 18 avril 2024.

⁸⁴ Norme appliquée par les Comparables Boursiers soumis au référentiel comptable américain.

⁸⁵ Le choix de retraiter ou non les multiples dépend notamment (i) du poids des obligations locatives au bilan des Comparables Boursiers, (ii) de l'amélioration attendue de la pertinence des résultats en cas de retraitement, (iii) du risque d'erreur en cas de retraitement, plus ou moins élevé en fonction de la qualité de la communication financière des Comparables Boursiers et (iv) de l'agrégat exploité (EBITDA ou EBIT). Quel que soit le choix retenu, la méthode de calcul des multiples des Comparables Boursiers est appliquée de manière homogène aux agrégats du Groupe.

3.1.5. Intérêts minoritaires

Le rachat des participations ne donnant pas le contrôle⁸⁶ est modélisé dans le Plan d’Affaires, de sorte que l’incidence des intérêts minoritaires est directement prise en compte au niveau des flux prévisionnels de trésorerie dans la méthode de valorisation intrinsèque.

Dans les approches analogiques, le coût de rachat actualisé des intérêts minoritaires, estimé à 83,8 M€, est intégré dans le passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres (§ 3.1.7.2).

3.1.6. Déficits fiscaux

Nous avons tenu compte de la valeur actuelle des déficits reportables, pour leur part activée et non activée :

- dans l’approche intrinsèque, via la trajectoire d’impôt retenue par la Société, qui prévoit l’imputation de ces déficits reportables sur la période explicite du Plan d’Affaires ;
- dans les approches analogiques, en intégrant la valeur actuelle des pertes fiscales reportables dans le passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe.

Sur la base de nos paramètres d’actualisation, la valeur actuelle des déficits reportables a été estimée à 16,0 M€.

3.1.7. Passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres

L’Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, la trésorerie nette comptable ajustée de certains éléments d’actif ou de passif ayant une incidence sur la valeur de l’Action.

3.1.7.1. Approche intrinsèque

Au 31 décembre 2023, la trésorerie nette comptable, hors obligations locatives, s’établit à 212,5 M€ :

Trésorerie nette comptable	
M€	31-déc.-23
Trésorerie et équivalents de trésorerie	214,2
(Emprunts et dettes souscrits auprès des établissements de crédit)	(1,7)
Total	212,5

Source : Société

Nous avons par ailleurs tenu compte :

⁸⁶ Les intérêts minoritaires sont inscrits au bilan pour une valeur nette comptable de 8,4 M€ (§ 2.3.2.8)

- > de la valeur nette comptable⁸⁷ des participations mises en équivalence, à l'exception des participations au capital des sociétés Play 2 et Groupe Structure, dont la valeur est intégrée dans les flux prévisionnels du Plan d'Affaires (34,0 M€)⁸⁸ ;
- > de la trésorerie qui résulterait de l'exercice des BSA et des BSPCE pris en compte dans le nombre d'Actions diluées (11,3 M€) ;
- > des prêts consentis par le Groupe (4,9 M€) et des titres non consolidés (1,2 M€), comptabilisés en actifs financiers non courants ;
- > des actifs financiers courants relatifs au contrat de liquidité (0,3 M€).

Trésorerie nette ajustée - approche intrinsèque

M€	31-déc.-23
Trésorerie nette comptable	212,5
+Participations mises en équivalence	34,0
+Impact de l'exercice des instruments dilutifs	11,3
+Actifs financiers courants et non courants	6,4
Total	264,2

Source : Société, analyse Ledouble

La trésorerie financière nette ainsi ajustée ressort à **264,2 M€** pour l'approche de valorisation intrinsèque.

3.1.7.2. Approches analogiques

Les ajustements effectués pour les valorisations analogiques intègrent en outre :

- > la valeur nette comptable des participations au capital des sociétés Play 2 et Groupe Structure (14,8 M€, soit un total de 48,8 M€ pour l'ensemble des participations mises en équivalence) ;
- > la valeur actuelle des déficits reportables (16,0 M€) ;
- > le coût de rachat des intérêts minoritaires (83,8 M€).

Trésorerie nette ajustée - approches analogiques

M€	31-déc.-23
Trésorerie nette comptable	212,5
+Participations mises en équivalence	48,8
+Valeur actuelle des déficits reportables	16,0
+Impact de l'exercice des instruments dilutifs	11,3
+Actifs financiers courants et non courants	6,4
(Coût actualisé de rachat des intérêts minoritaires)	(83,8)
Total	211,2

Source : Société, analyse Ledouble

La trésorerie financière nette ainsi ajustée ressort à **211,2 M€** pour les approches de valorisation analogique.

⁸⁷ Sur la base des informations mises à notre disposition, nous sommes d'avis que la réévaluation de ces participations n'aurait pas d'impact significatif sur notre appréciation de la valeur de l'Action.

⁸⁸ Le rachat des intérêts minoritaires liés à Play 2 et Groupe Structure est modélisé dans le Plan d'Affaires.

3.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

3.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (« **ANR** ») consisterait à corriger l'actif net comptable (« **ANC** »⁸⁹) pour tenir compte de la juste valeur des actifs et passifs du Groupe. Cette approche, dite patrimoniale, permet notamment de réévaluer les actifs non rattachés à l'exploitation ou ceux dont la juste valeur est susceptible de différer de leur valeur d'usage et qui sont cessibles individuellement.

Nous sommes d'avis que la pertinence de cette méthode est en l'espèce limitée et soulignons que le potentiel de valeur des actifs incorporels de Believe est pleinement reconnu dans les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre.

3.2.2. Actualisation des dividendes prévisionnels

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes n'a pu être mise en œuvre.

Nous avons toutefois mis en œuvre à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme, et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat (§ 3.3.4).

3.3. Références et méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous avons :

- examiné les références boursières (§ 3.3.1), les manifestations d'intérêts récentes visant la Société (§ 3.3.2) et la référence aux Acquisitions de Blocs (§ 3.3.3) ;
- valorisé l'Action selon une approche multicritère reposant :
 - à titre principal, sur la méthode d'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou Discounted Cash-Flow (« **DCF** ») (§ 3.3.4) ;
 - à titre secondaire, sur les méthodes d'évaluation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.3.5) et aux multiples transactionnels (§ 3.3.6).

⁸⁹ À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 3,6 € au 31 décembre 2023.

3.3.1. Références boursières

3.3.1.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le marché réglementé Euronext Paris⁹⁰.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action depuis son introduction en bourse intervenue en juin 2021, parallèlement à celle de l'indice boursier français Euronext Tech Croissance⁹¹ (l'« **Indice de Référence** ») :

Cours de bourse de l'Action



Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation :

- au cours des premières semaines suivant l'introduction en bourse, le cours de l'Action a fortement baissé :
 - malgré les opérations de stabilisation menées par J.P. Morgan AG⁹², le cours de l'Action a enregistré une chute de 18% lors de la première journée de cotation⁹³ ;
 - la baisse s'est poursuivie jusqu'au 19 juillet 2021, séance à l'issue de laquelle le cours de l'Action s'établissait à 13,4 €, soit une décote de plus de 30% par rapport au prix d'introduction en bourse de 19,5 € (le « **Prix d'Introduction** ») ;
- sur le second semestre 2021, le cours de l'Action a progressé de manière significative, à la suite d'un premier point d'étape réalisé par la Société et de la révision à la hausse de ses objectifs lors de la publication de son chiffre d'affaires du troisième trimestre.

⁹⁰ Sous le code ISIN FR0014003FE9 ; mnémonique : BLV.

⁹¹ Indice dédié aux PME techs cotées à Paris, composé de valeurs à fort potentiel, dont la liquidité est supérieure à 10 000 €/jour, présentant une capitalisation boursière comprise entre 25 M€ et 1 Md€, et qui sont représentatives du secteur technologique dans son ensemble.

⁹² J.P. Morgan AG avait été mandatée par la Société en qualité d'agent stabilisateur.

⁹³ Le 10 juin 2021, l'Action clôturait à 16,1 €.

Fin 2021, le cours de l'Action clôturait toutefois à 16,9 €, en net retrait par rapport au Prix d'Introduction ;

- en 2022, le cours de l'Action a sous-performé à la fois le marché actions et l'Indice de Référence⁹⁴. Son rendement a toutefois été corrélé à celui de l'Indice de Référence : les valeurs technologiques ont été davantage affectées par la hausse des taux d'intérêt et un certain nombre d'entreprises du secteur technologique ont subi des corrections boursières, revenant ainsi à leur niveau de valorisation observé avant la pandémie⁹⁵. Après avoir atteint un point bas à 7,6 €, le cours de l'Action clôturait fin 2022 à 9,7 € ;
- en 2023, le cours de l'Action a oscillé dans une fourchette comprise entre 7,9 € et 12,4 €. Après avoir atteint un point bas en octobre, l'Action a amorcé une reprise en parallèle de celle observée au sein de l'Indice de Référence et d'indices boursiers plus larges ; à partir de décembre, le cours de l'Action a suivi une tendance haussière, qui a pu être alimentée par des rumeurs émanant d'articles de presse⁹⁶.
- à la veille de l'annonce de l'Offre, le cours de l'Action clôturait à 12,4 €. À la suite de l'annonce du projet d'Offre, WMG a manifesté son intérêt pour la société Believe, indiquant, sur la base des informations publiques disponibles, qu'elle pourrait être en mesure de valoriser l'Action à un prix minimum de 17,0 €. Le cours de bourse de l'Action a ainsi évolué vers ce niveau jusqu'au 6 avril 2024, date à laquelle WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre ferme de rapprochement avec Believe.

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

- au 4 décembre 2023, veille de la publication d'un article faisant état de rumeurs concernant un rachat potentiel de la Société ;
- au 9 février 2024, dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'Offre⁹⁷.

CMPV de l'Action		
€	Dates de référence	
	4-déc.-23	9-févr.-24
Spot (clôture)	10,0	12,4
20 séances	10,1	10,9
60 séances	9,2	10,4
120 séances	9,5	9,9
180 séances	10,1	10,0
250 séances	10,4	10,3
12 mois	10,4	10,3
Plus bas 12 mois	8,0	8,0
Plus haut 12 mois	12,4	12,4

Source : Bloomberg

⁹⁴ En 2022, le CAC 40 a enregistré une baisse de l'ordre de 10%. L'Indice de Référence et le cours de l'Action ont enregistré des baisses respectives de 27% et 42%.

⁹⁵ À titre indicatif, l'Indice de Référence clôturait fin 2022 à 1.277 points, soit un niveau inférieur à celui observé au cours du mois de février 2020.

⁹⁶ Betaville a publié un article le 5 décembre 2023 concernant un intérêt potentiel pour un rachat de la Société. Puis le 11 janvier 2024, Reuters a indiqué que les principaux actionnaires de la Société avaient sondé l'intérêt de sociétés de capital-investissement en vue de retirer la Société de la cotation.

⁹⁷ L'annonce de l'Offre est intervenue le 12 février 2024, avant l'ouverture du marché.

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

Rotation de l'Action (en milliers et %)		
Date de référence	4-déc.-23	9-févr.-24
Volume échangé 12 mois	5 774,0	6 832,2
Flottant	23 735,7	23 735,7
Rotation du flottant (%)	24%	29%

Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, analyses Ledouble

Les volumes de titres échangés au cours des douze derniers mois illustrent la liquidité restreinte du titre, avec une rotation annuelle de l'Action comprise entre 24% et 29% du flottant.

Bien que l'Action présente une liquidité restreinte et que la Direction de Believe souligne que « la solidité de sa performance opérationnelle ne s'est pas reflétée dans l'évolution du cours de bourse »⁹⁸, le rendement de l'Action a été corrélé à celui de l'Indice de Référence à plusieurs reprises et la liquidité du titre nous paraît suffisante pour permettre historiquement aux petits porteurs d'échanger leurs titres. Nous considérons par conséquent que la référence au cours de l'Action peut être retenue dans notre appréciation du Prix de l'Offre.

3.3.1.2. Cours cible des analystes

Les cours cibles publiés par les analystes avant l'annonce de l'Offre sont présentés ci-après :

Cours cible des analystes		
Analyste	Date	Cours cible
Stifel	8-févr.-24	18,5 €
Redburn Atlantic	5-févr.-24	16,0 €
CIC Market Solutions	24-janv.-24	16,0 €
Goldman Sachs	16-janv.-24	11,5 €
Citi	12-janv.-24	29,0 €
JP Morgan	13-déc.-23	11,6 €
Société Générale	4-déc.-23	17,1 €
Oddo BHF	25-oct.-23	13,5 €
BNP Paribas Exane	24-oct.-23	14,0 €
HSBC	4-oct.-23	15,0 €
UBS	2-août-23	17,0 €
Médiane		16,3 €

Source : Notes des analystes, Bloomberg, S&P Capital IQ

L'objectif de cours médian s'établit à **16,3 €**, dans une large fourchette de cours cibles, compris entre **11,5 €** et **29,0 €**⁹⁹, qui reflète la sensibilité de la valeur de l'Action aux hypothèses et aux paramètres de valorisation retenus¹⁰⁰.

⁹⁸ Extrait du communiqué de presse de la Société du [12 février 2024](#).

⁹⁹ Le cours cible de 29,0 € déterminé par Citi constitue une valeur extrême, le deuxième cours cible le plus élevé déterminé par Stifel s'établissant à 18,5 € avant l'annonce du projet d'Offre intervenue le 12 février 2024.

¹⁰⁰ Nous avons également pris connaissance des notes publiées par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre. Certains analystes maintiennent un cours cible à un niveau supérieur au Prix de l'Offre, dont notamment Stifel, avec un objectif de cours relevé à 20,0 €.

3.3.2. Manifestations d'intérêts récentes

Nous avons pris connaissance des manifestations d'intérêt récentes visant la Société, formulées :

- d'une part, dans le cadre d'un processus de recherche d'un investisseur mené par Denis Ladegaillerie et TCV, en vue de former le Consortium ;
- d'autre part, par WMG à la suite de l'annonce du projet d'Offre.

S'agissant des manifestations d'intérêt reçues en amont de l'annonce du projet d'Offre, nous relevons que :

- le processus de recherche d'un investisseur a été mené auprès de plusieurs fonds d'investissement bénéficiant de références dans l'industrie musicale ;
- l'ensemble des investisseurs potentiels ont manifesté leur intérêt et ont réalisé des diligences préliminaires sur la base notamment d'informations publiques et d'échanges avec la Direction ;
- à l'issue de la phase initiale du processus, le fonds d'investissement EQT a été sélectionné selon plusieurs critères et a formulé une offre à 15,0 €, correspondant à l'offre la mieux-disante d'un point de vue financier et en ligne avec le Prix de l'Offre.

À l'issue de l'annonce du projet d'Offre, WMG a manifesté son intérêt pour la société Believe, en déclarant qu'elle pourrait valoriser l'Action à un prix minimum de 17 €, sur la base des informations publiques disponibles, cette manifestation d'intérêt présentant un caractère exploratoire et non-engageant.

Le 25 mars 2024, la Société annonçait que le Conseil d'Administration avait décidé de donner accès à WMG à une data room incluant un niveau d'informations équivalent à celui consenti au Consortium, afin que WMG puisse soumettre une offre engageante. Après avoir mené ses diligences, WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre¹⁰¹.

3.3.3. Référence aux Acquisitions de Blocs

Les Acquisitions de Blocs, réalisées au Prix de l'Offre, constituent une transaction de référence.

Elles comprennent notamment l'acquisition :

- des participations des fonds d'investissement XAnge et Ventech, entrés au capital de Believe respectivement en 2007 et 2008, et non-membres du Consortium ;
- des Actions détenues par Denis Ladegaillerie, dont la majorité seront apportées à l'Initiateur, permettant au fondateur de Believe de réinvestir aux côtés des autres membres du Consortium.

¹⁰¹ Nous avons examiné les informations portées à notre connaissance relatives à cette décision.

3.3.4. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-Flow* (DCF)

3.3.4.1. Rappel du principe de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un cash-flow libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles (la « **Valeur d'Entreprise** ») est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net ; en l'occurrence le Groupe présente une trésorerie financière nette (§ 3.1.7).

3.3.4.2. Plan d'Affaires de la Direction

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration¹⁰² (le « **Plan d'Affaires** »). Les données prévisionnelles couvrent la période 2024 à 2030 (la « **Période Explicite** ») et permettent notamment de distinguer :

- les hypothèses d'évolution de la taille¹⁰³ et des parts de marché ainsi que les projections de revenus et de marge par segment et par zone géographique ;
- les efforts d'investissement prévus pour soutenir les volets de croissance organique et de croissance externe du Groupe ;
- l'évolution du besoin en fonds de roulement détaillé par composant et par segment d'activité ;
- l'incidence des paiements fondés sur des actions, en lien avec la politique de rémunération du Groupe.

Le Plan d'Affaires repose sur les hypothèses clés suivantes :

- un développement rapide des marchés cibles combiné à une prise de parts de marché sur les Solutions Premium et l'édition musicale, générant une forte croissance organique avec un triplement du chiffre d'affaires sur la Période Explicite, à périmètre constant ;
- la réalisation d'opérations de croissance externe avec une enveloppe annuelle dédiée d'environ 100 M€ ;

¹⁰² Le Plan d'Affaires a été approuvé par le Conseil d'Administration du 12 janvier 2024. À notre demande, il a fait l'objet d'une nouvelle approbation par le Conseil d'Administration en date du 18 avril 2024, qui a confirmé la trajectoire complétée de l'incidence des paiements fondés sur des actions.

¹⁰³ La taille des marchés résulte notamment de l'évolution du nombre d'abonnés, de la monétisation (e.g. publicité, formules payantes) et des tarifs.

- une amélioration progressive de la rentabilité opérationnelle, la marge d'EBITDA Ajusté¹⁰⁴ convergeant vers l'objectif cible à long terme de 15% ;
- des investissements pour développer la plateforme centrale et les Solutions Automatisées, dont le montant total représente moins de 2% du chiffre d'affaires consolidé en fin de Période Explicite ;
- une dégradation du BFR dont le stock représenterait près de 10% du chiffre d'affaires consolidé en fin de Période Explicite ; l'augmentation du BFR résulterait essentiellement de l'évolution du mix activités et de la hausse des avances octroyées aux artistes et labels pour soutenir la croissance organique ;
- la poursuite d'une politique de rémunération intégrant une partie fondée sur des paiements en actions, évoluant au *prorata* de la masse salariale.

À l'issue de notre examen du Plan d'Affaires, nous relevons que :

- les données prévisionnelles établies par la Direction traduisent une vision volontariste, qui intègrent les perspectives de développement d'un marché de la musique en pleine mutation (§ 2.2), et postulent la capacité du Groupe à gagner des parts de marché tout en améliorant sa rentabilité et en accélérant le déploiement de sa stratégie de croissance externe ;
- la Direction n'a pas modélisé d'aléas particulier, malgré les menaces et les risques identifiés dans notre analyse du Groupe et de son environnement concurrentiel¹⁰⁵ (§ 2.2 et 2.4) ;
- l'exploitation des données prévisionnelles permet de capter le potentiel de valeur de Believe à moyen et à long terme.

3.3.4.3. Période d'extrapolation et hypothèses retenues pour le calcul de la valeur terminale

À partir des données prévisionnelles incluses dans le Plan d'Affaires et des informations complémentaires qui nous ont été transmises par la Direction, nous avons extrapolé les flux prévisionnels de trésorerie sur la période 2031-2035 (la « **Période d'Extrapolation** »), afin de déterminer le flux normatif sous-tendant le calcul de la valeur terminale.

Les flux prévisionnels de la Période d'Extrapolation ont été modélisés en considérant :

- un ralentissement progressif de la croissance organique dont le taux converge vers le niveau de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale (§ 3.3.4.5) ;
- la montée au capital des cibles de croissance externe¹⁰⁶ ;

¹⁰⁴ Pour mémoire, la marge d'EBITDA Ajusté n'intègre pas l'incidence des loyers que nous avons réintégrés dans notre calcul des flux prévisionnels de trésorerie.

¹⁰⁵ À titre d'exemples : retard dans la mise en œuvre de la politique de croissance externe, risques d'intégration des cibles acquises, accroissement de la concurrence exercée par les majors pouvant avoir une incidence à la fois sur la prise de parts de marché et sur la rentabilité des activités de Believe.

¹⁰⁶ Sur la Période Explicite, la Direction a modélisé des prises de participations progressives au capital de plusieurs cibles. Nous avons modélisé la montée à 100% du capital de l'ensemble des cibles au cours de la Période d'Extrapolation, de façon à ce que le flux normatif du Plan d'Affaires qui sous-tend le calcul de la valeur terminale reflète une vision « part du Groupe », sans intérêts minoritaires.

- > un taux d'EBITDA Ajusté égal à 15% du chiffre d'affaires consolidé ;
- > un poids stable des investissements hors croissance externe, à environ 2% du chiffre d'affaires consolidé ;
- > un BFR cible positif représentant environ 10% du chiffre d'affaires consolidé.

Le flux prévisionnel de trésorerie sous-tendant le calcul de la valeur terminale en fin de Période d'Extrapolation repose sur :

- > un chiffre d'affaires d'environ 5 Md€ ;
- > un taux de marge d'EBITDA Ajusté de 15% ;
- > un ratio *Cash Flow Net to EBITDA Ajusté* égal à environ 60%.

3.3.4.4. Coût du capital

Nous avons déterminé le coût moyen pondéré du capital (« WACC ») à partir de la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- > un taux sans risque de **2,8%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans¹⁰⁷ ;
- > le beta de la Société observé depuis l'introduction en bourse de la Société, égal à **1,37** ;
- > une prime de risque du marché français estimée à **6,4%**¹⁰⁸.

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **11,5%**¹⁰⁹ :

Coût moyen pondéré du capital	
Composants	
Taux sans risque	2,8%
Beta de l'actif économique	1,37
Rendement de marché	9,2%
Prime de risque	6,4%
Taux d'actualisation	11,5%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Le WACC de 11,5% n'a pas été majoré d'une prime de risque spécifique couvrant le risque de non-exécution du Plan d'Affaires.

¹⁰⁷ Source : Banque de France.

¹⁰⁸ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,2%**, la prime de risque du marché français, après déduction du taux sans risque de **2,8%**, s'établit à **6,4%**.

¹⁰⁹ Nous observons que ce taux coïncide avec la moyenne des taux relevés dans notre benchmark des paramètres techniques retenus par les analystes suivant le titre Believe. À titre indicatif, nous avons également mis en œuvre un calcul alternatif basé sur le beta des Comparables Boursiers, en intégrant une prime de taille et une prime pays, pour tenir compte du différentiel de taille entre Believe et les Comparables Boursiers, et de l'exposition de Believe aux risques des pays émergents. Les résultats de cette approche alternative encadrent et confortent le taux d'actualisation de 11,5% que nous retenons.

3.3.4.5. Taux de croissance perpétuelle

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de **3,0%** pour tenir compte des perspectives de croissance sur les marchés ciblés par Believe (§ 2.2)¹¹⁰.

3.3.4.6. Synthèse de la valorisation DCF – Plan d’Affaires

Sur la base du Plan d’Affaires extrapolé jusqu’en 2035, nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l’Action aux variations croisées du taux d’actualisation et du taux de croissance à l’infini retenus dans le calcul de la valeur terminale :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-100 bp	18,8	17,1	15,5	14,2	13,0
-50 bp	19,9	18,0	16,3	14,9	13,6
0 bp	21,1	19,0	17,2	15,7	14,3
+50 bp	22,6	20,2	18,2	16,5	15,0
+100 bp	24,2	21,6	19,4	17,5	15,8

La valeur centrale de l’Action selon l’approche intrinsèque ressort à **17,2 €**, dans une fourchette de valeurs de **14,9 € à 20,2 €**, intégrant la contribution de la croissance externe à la valeur actuelle, que nous avons estimée à **2,6 €** par Action.

Compte tenu de la confiance de la Direction dans sa capacité à atteindre les objectifs retranscrits dans le Plan d’Affaires et des performances réalisées depuis l’introduction en bourse, nous n’avons pas tenu compte d’une prime de risque spécifique pour l’actualisation des flux prévisionnels de trésorerie¹¹¹.

Nous relevons néanmoins que :

- compte tenu du profil de la Société en forte croissance, et du positionnement de la majorité des flux de trésorerie positifs en fin de Période d’Extrapolation¹¹², la valeur actuelle de l’Action est particulièrement sensible aux paramètres d’actualisation et aux hypothèses retenues. À titre d’exemple, une dégradation de la marge d’EBITDA Ajusté cible à 13%¹¹³ conduirait à une valeur centrale de l’Action égale à **13,9 €** ;
- les opérations de croissance externe impliquent également des facteurs de risque spécifiques (e.g. aléas sur le calendrier de réalisation, risques d’intégration). Par ailleurs, bien que la Direction ait identifié des cibles potentielles, les opérations de croissance externe ne sont à ce jour pas réalisées. À titre d’information, la prise en compte d’une prime de risque spécifique de 1% à 2% réduirait significativement la contribution de la croissance externe, qui s’établirait respectivement à **1,6 €** et **0,9 €** par Action.

¹¹⁰ À titre d’information, la plupart des analystes suivant le titre Believe appliquent un taux de croissance normatif compris entre 3,0% et 4,0%, qu’ils appliquent toutefois sur un horizon de temps plus rapproché, étant rappelé que nous avons procédé à l’extrapolation des flux prévisionnels de trésorerie sur la période 2031-2035.

¹¹¹ Le taux d’actualisation repose sur le beta de la Société, qui intègre en principe les risques systématiques perçus par les investisseurs depuis l’introduction en bourse.

¹¹² Après prise en compte des opérations de croissance externe, la quasi-totalité de la valeur du Groupe provient de la valeur terminale. Elle repose donc sur la capacité du Groupe à réaliser ses objectifs à long terme reflétés dans le Plan d’Affaires.

¹¹³ Soit une baisse de 200 points de base par rapport à l’objectif cible de 15% communiqué par le Groupe.

Hors contribution de la croissance externe, la valeur centrale de l'Action selon l'approche intrinsèque ressort à **14,6 €**, dans une fourchette de valeurs comprises entre **13,1 €** et **16,6 €** :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action - Hors M&A

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-100 bp	15,7	14,6	13,5	12,6	11,8
-50 bp	16,4	15,2	14,1	13,1	12,2
0 bp	17,3	15,9	14,6	13,6	12,6
+50 bp	18,2	16,6	15,3	14,1	13,1
+100 bp	19,3	17,5	16,0	14,8	13,7

3.3.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

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

3.3.5.1. Constitution de l'échantillon des Comparables Boursiers

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

Nous avons toutefois constitué un panel composé d'acteurs mondiaux cotés, intervenant sur le marché de la distribution de la musique et des services aux artistes et labels¹¹⁴. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières¹¹⁵ :

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers

Société	Pays	Md€
Universal Music Group	Pays-Bas	49,6
Spotify	Suède	48,6
Tencent Music Entertainment	Chine	17,1
Warner Music Group	États-Unis	15,9
Moyenne		32,8

Source : Bloomberg

Les principales caractéristiques de notre échantillon de Comparables Boursiers sont présentées en **Annexe 8**.

Nous constatons que, comparativement à Believe, les Comparables Boursiers présentent :

- une taille significativement supérieure ;
- un meilleur niveau de rentabilité, que ce soit sur un horizon court, moyen ou long terme ;
- une moindre intensité capitalistique à court et moyen terme ;

¹¹⁴ Nous n'avons pas retenu dans notre échantillon la société Deezer qui présente à court terme une marge opérationnelle négative.

¹¹⁵ En moyenne 3 mois.

- *a contrario*, des perspectives de croissance globalement moins favorables.

Afin d'aboutir à des résultats de valorisation pertinents, nous avons tenu compte de ces différents constats dans nos choix méthodologiques (§ 3.3.5.2).

3.3.5.2. *Choix méthodologiques*

À l'issue de notre examen des caractéristiques de Believe et des Comparables Boursiers, nous avons écarté :

- les multiples d'EBITDA en raison des différences d'intensité capitalistique observées entre les Comparables Boursiers et Believe ;
- les multiples d'EBIT, compte tenu des écarts significatifs observés entre le niveau des Capex et celui des dotations aux amortissements, au sein de l'échantillon des Comparables Boursiers et de Believe ;
- les multiples de résultat net, du fait notamment des écarts de structure financière affectant les multiples.

Nous avons examiné les multiples basés sur :

- la marge d'EBITDA minorée des Capex, en tenant compte des perspectives de croissance de Believe, des effets d'échelle attendus en termes d'investissement et du différentiel de taille ;
- le chiffre d'affaires des Comparables Boursiers, en tenant compte des perspectives de croissance de Believe et du différentiel de rentabilité entre le Groupe et les Comparables Boursiers ¹¹⁶. Compte tenu des biais potentiels induits par les ajustements effectués, cette méthode est présentée à titre de recoupement.

Pour déterminer les multiples, nous nous sommes référés :

- à la capitalisation boursière des Comparables Boursiers ;
- à la dernière dette financière nette publiée, s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations de chiffre d'affaires, d'EBITDA et de Capex issues des consensus d'analystes sur la période 2024-2027.

Afin de tenir compte des spécificités de Believe et des Comparables Boursiers, et de capter le potentiel de valeur de Believe, nous avons :

- appliqué les multiples de marge EBITDA – Capex des Comparables Boursiers sur les agrégats de Believe attendus à court et moyen terme (2024 à 2027), en procédant aux ajustements suivants :

¹¹⁶ Nous n'avons pas appliqué de décote de taille, en considérant que l'effet taille était déjà partiellement pris en compte au travers de notre ajustement au titre du différentiel de rentabilité.

- retraitement de l'EBITDA Ajusté prévisionnel de Believe, en intégrant les redevances de loyers et les paiements fondés sur des actions et en excluant la quote-part de résultat net des sociétés mises en équivalence¹¹⁷ ;
 - neutralisation de l'incidence des opérations de croissance externe afin de ne pas pénaliser la valeur de l'Action, ces opérations devant générer de la valeur à plus long terme ;
 - normalisation du niveau des Capex¹¹⁸, en considérant également que les efforts d'investissement de Believe à court et moyen terme soutiennent la croissance et la création de valeur à plus long terme ;
 - ajustement des multiples des Comparables Boursiers pour tenir compte des fortes perspectives de croissance de Believe¹¹⁹ ;
 - application d'une décote de taille de 20% pour tenir compte des facteurs de risque liés à la taille plus restreinte de Believe¹²⁰.
- appliqué les multiples de marge EBITDA – Capex des Comparables Boursiers sur les agrégats de Believe attendus en 2030 :
- avant et après incidence des opérations de croissance externe ;
 - en appliquant un coefficient d'actualisation, pour tenir compte du décalage temporel entre les agrégats sous-tendant les multiples des Comparables Boursiers¹²¹ et les agrégats de Believe auxquels sont appliqués les multiples ;
 - en appliquant une décote de taille de 20%.
- ajusté les multiples de chiffre d'affaires des Comparables Boursiers pour tenir compte du différentiel de rentabilité observé et attendu entre Believe et les Comparables Boursiers¹²². Pour tenir compte des perspectives de croissance de Believe, nous avons appliqué les multiples ajustés des Comparables Boursiers aux agrégats de Believe attendus à moyen et à long terme (en 2027, en 2030 et en année terminale¹²³), en appliquant des coefficients d'actualisation¹²⁴ ;

¹¹⁷ Dans la mesure où nous avons retenu la valeur de ces participations dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe (§ 3.1.7.2).

¹¹⁸ Nous avons considéré des Capex annuels représentant 1,9% du chiffre d'affaires prévisionnel, correspondant au poids des Capex attendu à la fin de la Période Explicite.

¹¹⁹ Les multiples ajustés ont été déterminés à partir des multiples moyens des Comparables Boursiers, en tenant compte du différentiel de taux de croissance avec la formule suivante :

Multiple ajusté = $1 / [(1 / \text{Multiple moyen des Comparables Boursiers}) + g_1 - g_2]$

où :

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

¹²⁰ À titre d'exemples, une taille restreinte est susceptible d'entraîner :

- une plus forte exposition à l'environnement concurrentiel, aux aléas conjoncturels et aux incidents opérationnels ;
- un rapport de forces vis-à-vis des tiers défavorable ;
- une moindre diversification (portefeuille clients, activités, zones géographiques,...) ;
- une plus grande difficulté à saisir des opportunités de croissance externe et un accès limité à certaines ressources financières ;
- une structure de coûts obérant la rentabilité opérationnelle ;
- une moindre liquidité du titre.

¹²¹ Après analyse des courbes de croissance respectives des Comparables Boursiers et de Believe, nous avons privilégié le multiple moyen 2026 des Comparables Boursiers, qui est par ailleurs fondé sur un consensus de marché plus complet que celui extrait pour 2027.

¹²² Toutes choses égales par ailleurs, nous postulons qu'une entreprise A deux fois plus rentable qu'une entreprise B se valorise sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires deux fois plus élevé.

¹²³ Le chiffre d'affaires de l'année terminale est positionné en 2036.

¹²⁴ Les coefficients d'actualisation permettent de tenir compte du décalage temporel entre le consensus des Comparables Boursiers (2024) et les agrégats de Believe auxquels les multiples sont appliqués (2027, 2030 et chiffre

3.3.5.3. Multiples appliqués à Believe

Les multiples d'EBITDA – Capex appliqués à Believe sont compris entre **8,1x** (agrégat 2030) et **52,5x** (agrégat 2024) :

Multiples d'EBITDA - Capex

Société	xEBITDA - Capex				2030 (*)
	2024	2025	2026	2027	
Universal Music Group	21,7x	19,0x	17,0x	15,4x	
Spotify	47,5x	30,4x	22,0x	17,5x	
Tencent Music Entertainment	13,7x	11,4x	10,2x	9,6x	
Warner Music Group	16,5x	15,3x	13,8x	12,4x	
Moyenne Comparables Boursiers	24,9x	19,0x	15,8x	13,7x	15,8x
Coefficients d'ajustement					
Différentiel de croissance	2,64x	1,91x	1,65x	1,52x	n.a.
Différentiel de taille	0,80x	0,80x	0,80x	0,80x	0,80x
Coefficient d'actualisation	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,65x
Multiple appliqué à Believe	52,5x	29,0x	20,8x	16,7x	8,1x

(*) Pour les agrégats 2030 de Believe, le multiple moyen 2026 des Comparables Boursiers a été privilégié.

Un coefficient d'actualisation a été appliqué pour tenir compte du décalage temporel.

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

Avant effet d'actualisation, nous avons appliqué au chiffre d'affaires prévisionnel de Believe des multiples compris entre **0,7x** et **2,0x**, déterminés comme suit :

Multiples de chiffre d'affaires

Société	2024	2027		2030		Année terminale	
Universal Music Group	4,3x						
Spotify	2,6x						
Tencent Music Entertainment	3,4x						
Warner Music Group	3,3x						
Moyenne Comparables Boursiers (*)	3,4x	3,4x		3,4x		3,4x	
Coefficients d'ajustement							
Croissance externe		Sans	Avec	Sans	Avec	Sans	Avec
Différentiel de rentabilité		0,20x	n.a.	0,34x	0,45x	0,45x	0,57x
Multiple appliqué à Believe avant actualisation		0,7x		1,2x	1,5x	1,5x	2,0x
Coefficient d'actualisation		0,68x	n.a.	0,49x	0,49x	0,26x	0,26x
Multiple appliqué à Believe après actualisation		0,5x		0,6x	0,8x	0,4x	0,5x

(*) Le multiple moyen 2024 des Comparables Boursiers a été privilégié. Des coefficients d'ajustement ont ensuite été appliqués pour tenir compte du différentiel de rentabilité et du décalage temporel.

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Le multiple bas de fourchette de 0,7x implique que le Groupe ne parvienne pas à améliorer sa rentabilité au-delà des objectifs qu'il s'est fixés en 2027. Le multiple haut de fourchette de 2,0x suppose au contraire qu'il parviendra à atteindre la marge d'EBITDA Ajusté cible de 15%.

d'affaires de l'année terminale). Les coefficients ont été déterminés à partir du taux d'actualisation de 11,5% correspondant à notre estimation du coût du capital de Believe (§ 3.3.4.4).

3.3.5.4. 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 :

- > 13,2 € à 14,6 € pour les multiples d'EBITDA - Capex 2024^e à 2027^e ;
- > 16,9 € à 19,5 € pour les multiples d'EBITDA - Capex 2030^e, étant précisé que le bas et le haut de la fourchette de valeurs sont déterminés respectivement avant et après impact des opérations futures de croissance externe ;
- > 10,4 € à 20,3 € pour les multiples de chiffre d'affaires, étant précisé que :
 - cette méthode a été mise en œuvre à titre de recoupement ;
 - le bas de la fourchette correspond à la valeur obtenue par application des multiples des Comparables Boursiers au chiffre d'affaires 2027 de Believe¹²⁵ ;
 - l'application des multiples au chiffre d'affaires 2030 de Believe conduit à une valeur par Action comprise entre 16,9 € et 19,1 €¹²⁶ ;
 - l'application des multiples au chiffre d'affaires de l'année terminale conduit à une valeur par Action comprise entre 17,7 € et 20,3 €¹²⁷.

3.3.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues sur le marché de la distribution de la musique et des services aux artistes et labels (les « **Transactions Comparables** »), présentées en **Annexe 9**.

En l'absence d'informations suffisantes pour déterminer des multiples d'EBITDA – Capex, nous avons valorisé le Groupe avec les multiples moyens d'EBITDA extériorisés par les Transactions Comparables.

Notre échantillon de Transactions Comparables extériorise un multiple moyen d'EBITDA de 21,6x que nous avons appliqué aux agrégats 2023 et 2024 du Groupe¹²⁸, sans retraiter l'incidence des éventuelles primes de contrôle qui ont pu être consenties dans le cadre des transactions.

Sur cette base, la valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de valeurs de :

- > 8,8 € à 11,0 € sur la base des agrégats 2023 ;
- > 11,6 € à 14,1 € sur la base des agrégats 2024e ;

¹²⁵ Sans prise en compte des opérations de croissance externe.

¹²⁶ Respectivement avant et après prise en compte des opérations de croissance externe.

¹²⁷ Respectivement avant et après prise en compte des opérations de croissance externe.

¹²⁸ Dans la mesure où nous ne sommes pas en mesure de déterminer si les multiples transactionnels ont été calculés avant ou après l'incidence des loyers, nous avons appliqué les multiples aux agrégats de Believe, avant et après redevances de loyers. Par ailleurs, au même titre que pour la valorisation analogique fondée sur les multiples des Comparables Boursiers, nous avons :

- tenu compte des paiements fondés sur des actions ;
- neutralisé la quote-part de résultat net des sociétés mises en équivalence.

Nous avons également pris connaissance des multiples d'EBITDA extériorisés par les transactions récentes intervenues au sein du Groupe. L'application du multiple moyen qui en ressort conduirait à une valeur de l'Action en retrait par rapport à la fourchette susmentionnée.

3.4. Analyse du positionnement de la valeur de l'Action par rapport au Prix d'Introduction

Nous analysons dans la présente partie le positionnement de notre estimation de la valeur de l'Action, par rapport au prix de 19,5 € auquel l'Action a été introduite en bourse.

Nous constatons que le Prix de l'Offre et notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode de valorisation intrinsèque, soit 17,2 €, sont inférieurs au Prix d'Introduction, bien que la Direction ait souligné, au moment de l'annonce de l'Offre, que « depuis son introduction en bourse, Believe poursuit une excellente dynamique de croissance, lui ayant permis d'atteindre, deux ans en avance, les objectifs fixés lors de la cotation »¹²⁹.

Nous rappelons en premier lieu que :

- l'offre au public avait été réalisée sous la forme d'une offre à prix ouvert, le Prix d'Introduction ressortant en bas de la fourchette indicative qui avait été fixée entre 19,50 € et 22,50 € par Action ;
- la fourchette indicative de prix avait été arrêtée par le Conseil d'Administration lors de sa réunion du 31 mai 2021, au vu des conditions de marché prévalant à la date de sa décision ;
- la fourchette indicative de prix est habituellement déterminée sur la base d'un ensemble de critères, et notamment de rencontres avec la communauté financière sous la forme de roadshows ;
- le Prix d'Introduction dépend également, dans une offre à prix ouvert, du carnet d'ordres au moment de l'admission des titres sur le marché.

Nous rappelons également que :

- l'environnement de marché et les indicateurs macro-économiques ont évolué depuis l'introduction en bourse ;
- de nombreuses valeurs technologiques ont subi des corrections boursières (§ 3.3.1.1).

Nous observons à ce titre que le Prix de l'Offre est supérieur à l'Indice de Référence rebasé sur le Prix d'Introduction¹³⁰. Toutefois, Believe ne présentant pas des caractéristiques identiques aux sociétés composant l'Indice de Référence¹³¹, nous avons examiné le positionnement du Prix d'Introduction par référence aux éléments de valorisation intrinsèque de l'Action.

À l'issue de nos diligences, nous relevons que :

¹²⁹ Extrait du communiqué de presse de la Société du [12 février 2024](#).

¹³⁰ Le 9 juin 2021, l'Indice de Référence affichait 1699 points. À la date de l'annonce du projet d'Offre, l'Indice de Référence affichait 1.135 points, soit une baisse de 33%.

¹³¹ Le Prix de l'Offre est inférieur à d'autres indices boursiers de référence rebasés sur le Prix d'Introduction, tels que l'indice Eurostoxx 600 pris comme référence par la Société dans le cadre de sa politique de rémunération fondée sur des actions.

- > la valorisation intrinsèque de l'Action réalisée dans le cadre du processus d'introduction en bourse par des banques conseils, exploitait les prévisions des analystes qui couvraient la période 2021-2030, et qui avaient été établies à partir de certains éléments de *guidance* de la Direction¹³² (la « **Trajectoire des Analystes** ») ;
- > l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie retranscrits dans la Trajectoire des Analystes, à l'appui de paramètres techniques déterminés par nos soins¹³³, nous conduirait à une valeur comprise dans la fourchette indicative du Prix d'Introduction de 19,5 € à 22,5 € ;
- > en l'absence de modification de la Trajectoire des Analystes, l'actualisation à date des flux prévisionnels de trésorerie postérieurs à 2024, avec notre estimation du coût du capital actuel, conduirait à une progression de la valeur de l'Action ;
- > notre estimation centrale de la valeur de l'Action, soit 17,2 €, implique une baisse depuis l'introduction en bourse.

Cette baisse résulte de la prise en compte du Plan d'Affaires actuel qui reflète la vision de la Direction jusqu'en 2030, étant rappelé que nous considérons que ce plan traduit une vision volontariste et permet de capter le potentiel de valeur de Believe à moyen et à long terme (§ 3.3.4.2).

Bien qu'il soit difficile d'isoler et de quantifier les différents facteurs de baisse de la valeur¹³⁴, nous observons notamment que la Trajectoire des Analystes :

- > tablait sur des investissements de croissance externe sur un horizon de temps rapproché, nettement supérieurs à ceux réalisés à ce stade par le Groupe, avec en sus un retour sur investissement plus rapide ;
- > n'anticipait pas la hausse significative du BFR prévue par la Direction, du fait notamment de l'évolution du mix activités et de la stratégie mise en place en terme d'avances aux artistes et labels ;
- > ne prenait pas en compte l'incidence des paiements fondés sur des actions, dont la charge est exclue de la marge d'EBITDA Ajusté communiquée historiquement par le Groupe.

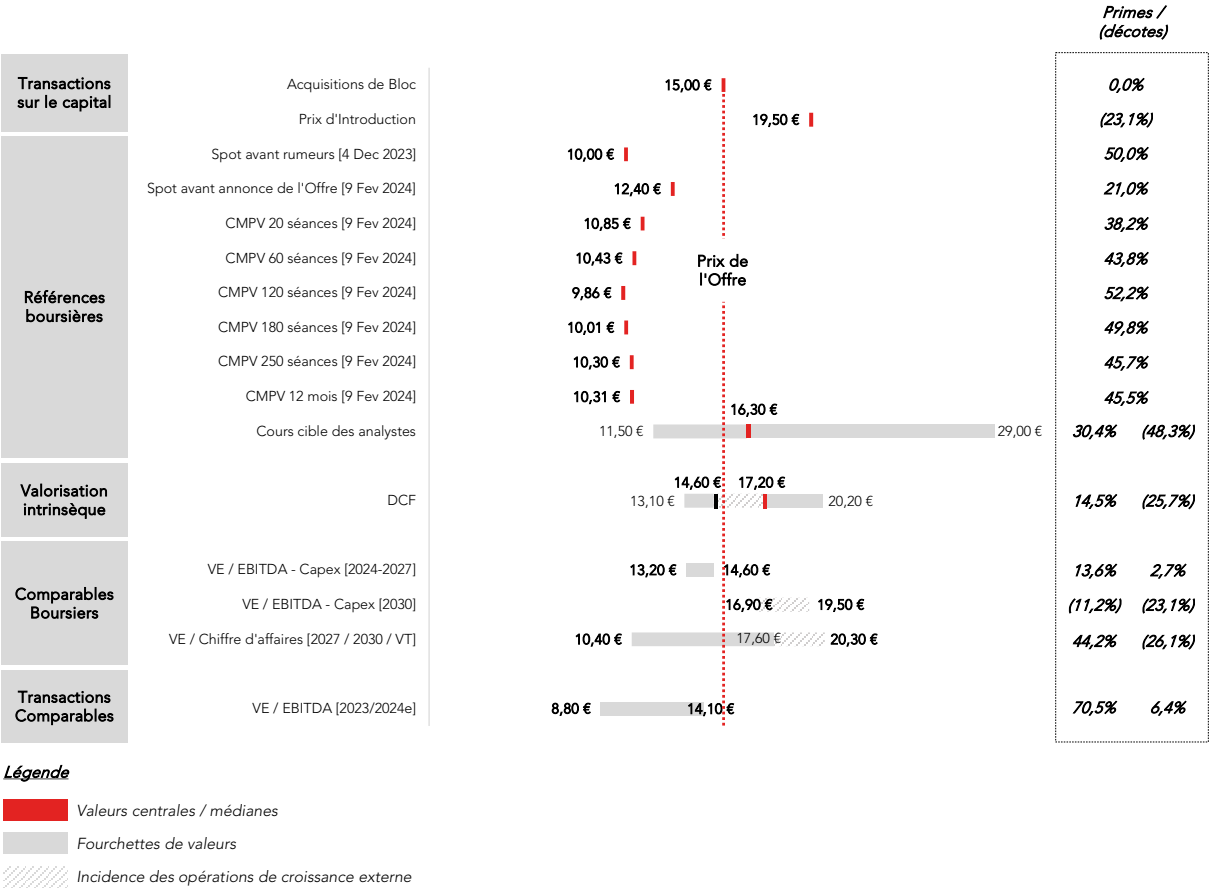
¹³² La Direction n'avait fourni des prévisions qu'à l'horizon 2025.

¹³³ Nous avons estimé le taux d'actualisation que nous aurions retenu au moment de l'introduction en bourse, en suivant la même méthodologie que celle employée pour estimer le coût du capital actuel de Believe.

¹³⁴ Compte tenu notamment de l'absence d'expertise indépendante menée au moment de l'introduction en bourse pour valoriser l'Action.

3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le graphe ci-dessous, qui mentionne également le niveau des primes ou des décotes induites par le Prix de l'Offre de 15,0 €, sur l'ensemble des références et des méthodes d'évaluation que nous avons examinées et mises en œuvre :



Le Prix de l'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires, en retrait par rapport au Prix d'Introduction, correspond au prix des Acquisitions de Blocs.

Les Acquisitions de Blocs sont intervenues à l'issue d'un processus de recherche d'un investisseur mené par Denis Ladegaillerie et TCV, en vue de former le Consortium. Dans le cadre de ce processus, aucun investisseur n'a formulé une offre engageante ou non-engageante à un prix supérieur au Prix de l'Offre. Nous rappelons également qu'à l'issue de ses diligences, WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre.

L'Évaluation Multicritère repose sur le Plan d'Affaires de la Direction qui traduit des objectifs que nous jugeons volontaristes et dont la modélisation permet de capter le potentiel de valeur de Believe à long terme, en intégrant les perspectives de développement de Believe sur un marché de la musique en pleine mutation (§ 2.2).

Nous relevons que le Prix de l'Offre extériorise :

- des primes significatives sur les cours de bourse des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, comprises entre 21,0% et 52,2%, en fonction des dates et des périodes d'observation ;

- une décote de 8,0% par rapport au cours cible médian des analystes observé avant l'annonce du projet d'Offre ;
- une décote de 12,8% par rapport à notre estimation de la valeur centrale de l'Action intégrant l'impact des opérations de croissance externe, et une prime de 2,7% par rapport à la valeur centrale de l'Action en l'absence de prise en compte de la croissance externe. Nous rappelons à ce titre que :
 - compte tenu du profil de la Société en forte croissance, la valeur actuelle de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses prévisionnelles retenues ;
 - notre taux d'actualisation n'intègre pas de prime de risque spécifique qui aurait pu trouver à s'appliquer compte tenu du caractère volontariste du Plan d'Affaires ;
- des primes comprises entre 2,7% et 44,2% sur les valeurs analogiques basées sur les multiples boursiers que nous avons appliqués aux performances attendues par la Direction à court et moyen terme, en tenant compte notamment du différentiel de croissance et de rentabilité entre Believe et les Comparables Boursiers ;
- des décotes comprises entre 11,2% et 26,1% sur les valeurs analogiques déterminées par référence aux performances attendues par la Direction à long terme, entre 2030 et 2035 ;
- des primes comprises entre 6,4% et 70,5% sur les valeurs issues des Transactions Comparables.

Compte tenu du profil de la Société et de la politique de croissance à la fois organique et externe impliquant des efforts d'investissement significatifs à court et moyen terme, la valeur de l'Action repose sur la capacité du Groupe à atteindre ses objectifs à long terme. La valeur actuelle de l'Action est ainsi particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses retenues, notamment en termes de rentabilité cible.

4. Analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Goldman Sachs et BNP Paribas en leur qualité d'Établissements Présentateurs de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information au chapitre des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

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

4.1. Références boursières

Les références boursières ont été examinées par Ledouble et les Établissements Présentateurs sur des périodes d'observation qui se recoupent.

L'écart relevé au niveau du cours cible médian résulte de l'exclusion par les Établissements Présentateurs du cours cible publié par UBS, compte tenu de son antériorité.

4.2. Référence au Prix d'Introduction

En vue d'apprécier le Prix de l'Offre, nous avons examiné le positionnement de la valeur de l'Action par rapport au Prix d'Introduction (§ 3.4).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre présentés par les Établissements Présentateurs dans le Projet de Note d'Information n'intègrent pas d'analyse similaire.

4.3. Valorisation intrinsèque DCF

Les Établissements Présentateurs ont mis en œuvre la méthode DCF en exploitant les prévisions de la Direction.

Notre estimation de la valeur centrale de l'Action, soit **17,2 €¹³⁵**, est toutefois éloignée de leur estimation qui ressort à **10,1 €**, soit un écart de 7,1 €. Cet écart résulte¹³⁶ :

- du choix des paramètres d'actualisation, les Établissements Présentateurs ayant estimé le coût du capital à 12,8%, soit une majoration d'environ 130 points de base par rapport à notre estimation (3,5 €)¹³⁷ ;
- de l'extrapolation par Ledouble des flux prévisionnels du Plan d'Affaires sur la période 2031-2035, les Établissements Présentateurs ayant calculé la valeur terminale à partir du flux 2030 positionné en fin de Période Explicite (2,3 €) ;
- de la prise en compte par les Établissements Présentateurs d'une estimation par le Consortium de coûts supplémentaires liés aux frais de consultants et à l'intégration des sociétés acquises, non inclus dans le Plan d'Affaires (0,7 €) ;

¹³⁵ Intégrant la contribution des opérations de croissance externe à la valeur de l'Action.

¹³⁶ La décomposition de l'écart résulte de nos estimations et est par conséquent mentionnée à titre indicatif.

¹³⁷ Les Établissements Présentateurs ont également retenu des périodes d'actualisation légèrement différentes des nôtres.

- des ajustements divers effectués de part et d'autre (0,6 €), notamment dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

4.3.1. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Les Établissements Présentateurs ont estimé la valeur de l'Action selon cette méthode entre 4,7 € et 10,2 €, en net retrait par rapport à nos valeurs qui sont comprises entre 10,4 € et 20,3 €.

Les écarts relevés résultent principalement :

- du fait que les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples boursiers à des agrégats attendus à court terme par la Direction (2024 et 2025), tandis que nous avons étendu l'analyse aux performances attendues à moyen et à long terme (2026 à 2035) ;
- des ajustements que nous avons opérés pour tenir compte des spécificités de Believe, et notamment de ses perspectives de croissance et des effets d'échelle attendus¹³⁸.

Par ailleurs, notre échantillon de Comparables Boursiers intègre, en sus des sociétés UMG et WMG incluses dans le panel des Établissements Présentateurs, les sociétés Spotify et Tencent Music qui font partie des acteurs leaders du streaming et présentent des perspectives de croissance se rapprochant de celles de Believe. Les multiples moyens observés sur notre échantillon sont comparativement supérieurs à ceux obtenus par les Établissements Présentateurs.

4.3.2. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Les Établissements Présentateurs ont estimé la valeur de l'Action selon cette méthode entre 6,2 € et 10,3 €, en retrait par rapport à notre fourchette de valeurs comprises entre 8,8 € et 14,1 €.

Les transactions analysées respectivement par les Établissements Présentateurs et Ledouble se recoupent en partie¹³⁹. Les écarts relevés résultent essentiellement du fait que les Établissements Présentateurs ont appliqué les multiples transactionnels :

- à la marge d'EBITDA minorée des loyers (agrégats « pré-IFRS 16 »), tandis que nous les avons appliqués aux agrégats pré et post IFRS 16 ;
- aux agrégats 2023, tandis que nous avons étendu l'analyse en les appliquant également à la marge attendue en 2024.

¹³⁸ Nous avons notamment ajusté les multiples pour tenir compte du différentiel de croissance et normalisé les Capex pour le calcul de la marge d'EBITDA - Capex, en considérant que les efforts d'investissement de Believe à court et moyen terme soutenaient la croissance et la création de valeur à plus long terme. Les Établissements Présentateurs n'ont pas procédé à de tels ajustements.

¹³⁹ En sus des Établissements Présentateurs, nous avons retenu la transaction concernant l'acquisition de la société musicale indépendante américaine Reservoir Media Management, intervenue en 2021 (**Annexe 9**). *A contrario*, nous n'avons pas retenu la transaction concernant l'acquisition de la société SESAC, intervenue en 2017, dans la mesure où nous avons analysé les transactions sur la période 2018 à 2024 ; cette dernière transaction extériorise un multiple qui se situe en bas de fourchette.

4.4. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

Comparaison avec les Établissements Présentateurs

€/Action	Ledouble			Établissements Présentateurs		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Transactions sur le capital						
Acquisitions de Blocs		15,00			15,00	
Prix d'Introduction		19,50			n.c.	
Références boursières						
Spot au 4 décembre 2023		10,00			10,00	
Spot au 9 février 2024		12,40			12,40	
CMPV 20 séances		10,85			n.c.	
CMPV 30 séances		n.c.			10,43	
CMPV 60 séances		10,43			n.c.	
CMPV 120 séances		9,86			9,86	
CMPV 180 séances		10,01			10,01	
CMPV 250 séances		10,30			n.c.	
CMPV 12 mois		10,31			n.c.	
Plus bas 12 mois		n.c.			7,95	
Plus haut 12 mois		n.c.			12,44	
Cours cible	11,50	16,30	29,00	11,50	15,50	29,00
Approche intrinsèque						
DCF	13,10	17,20	20,20	8,71	10,06	11,75
Approches analogiques						
Multiples boursiers						
VE / EBITDA - Capex [2024-2027]	13,20		14,60	4,69		10,24
VE / EBITDA - Capex [2030]	16,90		19,50	n.c.		n.c.
VE / Chiffre d'affaires [2027 / 2030 / VT]	10,40		20,30	n.c.		n.c.
Multiples transactionnels						
VE / EBITDA [2023 / 2024e]	8,80		14,10	6,21	8,57	10,34

5. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Sur la base du Projet de Note d'Information et des informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié les Accords et Opérations Connexes suivants :

- Accord de Consortium et d'Investissement, conclu afin d'encadrer les modalités de la coopération des membres du Consortium dans le cadre de l'Offre (§ 5.1) ;
- Projet de pacte d'actionnaires (§ 5.2) ;
- Acquisitions de Blocs (§ 5.3) ;
- Engagements d'actionnaires d'apporter leurs Actions à l'Offre (§ 5.4).

5.1. Accord de Consortium et d'Investissement

L'Accord de Consortium et d'Investissement a notamment pour objet d'encadrer les modalités de la coopération des membres du Consortium dans le cadre de l'Offre.

Cet accord prévoit notamment :

- les principales modalités de l'Offre ;
- des engagements usuels des parties dans le but de faciliter la réalisation de l'Opération ;
- les modalités de financement de l'Opération¹⁴⁰ ;
- un engagement des parties de conclure un pacte d'actionnaires (§ 5.2) ;
- la réalisation des Acquisitions de Blocs (§ 5.3).

À l'issue de notre examen de l'Accord de Consortium et d'Investissement et de son projet d'avenant, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

5.2. Projet de pacte d'actionnaires

Les parties à l'Accord de Consortium et d'Investissement se sont engagées à conclure un pacte d'actionnaires conforme aux termes et conditions résumés dans un document annexé à l'Accord de Consortium et d'Investissement (le « **Term Sheet de Co-Investissement** »).

Le Term Sheet de Co-Investissement comprend notamment :

- des dispositions en matière de gouvernance ;

¹⁴⁰ L'acquisition des Actions dans le cadre de l'Offre sera financée par les Luxcos TCV et EQT au moyen de prêts sans intérêt devant ensuite être capitalisés. Les Luxcos TCV et EQT investiront *pari passu* de sorte qu'elles détiendront les mêmes catégories de titres de BidCo et dans les mêmes proportions (§ 1.3).

- des règles permettant d'encadrer le transfert et d'organiser la cession ultérieure des titres de l'Initiateur par le biais de mécanismes usuels¹⁴¹.

À l'issue de notre examen du Term Sheet de Co-Investissement, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

5.3. Acquisitions de Blocs

Les conditions dans lesquelles les Acquisitions de Blocs seront réalisées sont détaillées dans :

- les contrats de cession d'actions conclus le 11 février 2024 par TCV Luxco BD, Ventech et XAnge, en qualité de cédants et Upbeat MidCo¹⁴², en qualité d'acquéreur ;
- le projet de contrat de cession d'actions devant être conclu entre Denis Ladegaillerie, en qualité de cédant, et BidCo, en qualité d'acquéreur (ensemble, les « **Contrats de Cession d'Actions** »).

À l'issue de notre examen des Contrats de Cession d'Actions, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires, les Acquisitions de Blocs étant réalisées à un prix de 15 € par Action correspondant au Prix de l'Offre.

En outre, nous avons pris connaissance du projet de traité d'apport devant être conclu entre Denis Ladegaillerie et l'Initiateur. L'apport des Actions, qui interviendra à la date du paiement du prix des Acquisitions de Blocs, devrait être réalisé au Prix de l'Offre et rémunéré par des actions ordinaires émises par l'Initiateur valorisées par transparence avec le Prix de l'Offre.

5.4. Engagements d'apport à l'Offre

Le 11 février 2024, certains actionnaires se sont engagés auprès de l'Initiateur à apporter leurs Actions à l'Offre, représentant un maximum d'environ 3,0% du capital de la Société.

5.5. Synthèse de l'analyse des Accords et Opérations Connexes

Au terme de notre analyse des Accords et Opérations Connexes, nous considérons que ces derniers n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre.

¹⁴¹ Le Term Sheet de Co-Investissement prévoit notamment une période d'inaliénabilité, des droits et obligations de sortie conjointe et des clauses de sortie.

¹⁴² Substituée par BidCo.

6. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le 12 février 2024 sur notre site d'informations.

Des observations nous ont été adressées à l'oral, puis par courriel, par un actionnaire minoritaire ayant souhaité préserver son anonymat. Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, les arguments d'ordre financier qui ont été portés à notre connaissance.

Les sujets portés à notre attention, qui concernent la Mission et sont susceptibles d'avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre, sont repris ci-après avec les réponses que nous y avons apportées :

- **Prise en compte des perspectives de marché** : nos travaux d'évaluation et notre appréciation de la valeur de l'Action reposent, entre autres, sur notre analyse des perspectives économiques et de marché du Groupe (§ 2.2). À l'issue de nos diligences et comme indiqué à plusieurs reprises (§ 3.3.4.2 et 3.5), nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires, qui sous-tend l'Évaluation Multicritère, traduit une vision volontariste et capte le potentiel de valeur de Believe à moyen et à long terme, en reflétant les objectifs ambitieux de développement du Groupe. Nous avons également procédé à des ajustements dans les valorisations analogiques afin de prendre en compte les perspectives de développement de Believe dans l'ensemble de nos méthodes de valorisation (§ 3.3.5.2).
- **Tendances favorables des acteurs du streaming** : nous avons intégré dans notre analyse et dans notre appréciation de la valeur de l'Action les tendances observées sur le marché du streaming et, en particulier, les perspectives de croissance dont bénéficient les principaux acteurs du marché, en ce compris avec la hausse des tarifs déployée dans certaines zones (§ 2.2 et 2.4). À toutes fins utiles, nous rappelons que notre échantillon des Comparables Boursiers inclut les sociétés Spotify et Tencent Music Entertainment (§ 3.3.5).
- **Performances du Groupe depuis son introduction en bourse** : nous avons examiné les performances historiques du Groupe (§ 2.3) et avons constaté qu'il avait atteint en avance plusieurs objectifs qu'il s'était fixés au moment de l'introduction en bourse, notamment sur le volet de la croissance organique. *A contrario*, nous relevons que le Groupe est en retard sur le déploiement de sa politique de croissance externe (§ 2.4). Compte tenu des performances réalisées par le Groupe depuis son introduction en bourse, nous n'avons pas tenu compte de risques d'exécution spécifiques malgré le caractère volontariste du Plan d'Affaires et l'évolution de l'environnement concurrentiel de Believe (§ 2.4 et 3.3.4.6).
- **Multiples de chiffre d'affaires** : nous avons mis en œuvre, à titre de recoupement, une approche de valorisation fondée sur les multiples de chiffre d'affaires, en tenant compte à la fois des perspectives de croissance du Groupe et du potentiel d'amélioration de sa rentabilité (§ 3.3.5.2). Nous soulignons toutefois que Believe présente des perspectives de rentabilité à long terme en net retrait par rapport à celles des majors.
- **Modalités de réinvestissement du fondateur** : nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dans le cadre de notre examen des Accords et Opérations Connexes existants à la date d'émission de notre Rapport et portés à notre connaissance (§ 5).

L'actionnaire minoritaire nous a par ailleurs interrogé sur :

- les synergies potentielles qu'un acquéreur industriel qualifié de « stratégique » serait prêt à consentir, en soulignant que le processus de recherche d'un investisseur en vue de former le Consortium avait été mené exclusivement auprès de profils financiers ;
- les synergies potentielles de nature financière qu'un fonds d'investissement pourrait dégager, notamment en cas d'un accès favorable au financement pour la mise en place de la stratégie de croissance externe du Groupe ;
- l'incidence pour les Actionnaires Minoritaires d'un éventuel changement de contrôle à l'issue de l'Offre.

En application de l'instruction AMF n°2006-08¹⁴³, l'Expert Indépendant examine les éventuelles synergies anticipées dans le cadre de l'Offre lorsque celles-ci sont chiffrées. En l'espèce, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus (§ 1.5).

Nous soulignons par ailleurs que :

- notre appréciation du Prix de l'Offre tient compte du contexte de l'Offre, du fondement réglementaire de notre désignation et de l'ensemble des analyses menées et restituées dans le Rapport ;
- nous nous sommes entretenus avec WMG, acteur stratégique qui a manifesté son intérêt pour Believe, puis a renoncé à soumettre une offre à l'issue de ses diligences. Nous avons également pris en considération les informations portées à notre connaissance sur sa décision de ne pas soumettre d'offre (§ 3.3.2).

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

¹⁴³ « Expertise indépendante ».

7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.6.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations 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 ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Le Prix de l'Offre constitue à ce jour l'offre la mieux-disante d'un point de vue financier, étant rappelé que :

- les Acquisitions de Blocs sont intervenues à l'issue d'un processus de recherche d'un investisseur mené auprès de plusieurs fonds d'investissement bénéficiant de références dans l'industrie musicale, aucun des investisseurs potentiels n'ayant formulé d'offre engageante ou non-engageante à un prix supérieur au Prix de l'Offre ;
- le 6 avril 2024, après avoir mené des diligences, WMG a décidé de ne pas soumettre d'offre.

Nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires, qui sous-tend l'Évaluation Multicritère, traduit une vision volontariste et capte le potentiel de valeur de Believe à moyen et à long terme. Les données prévisionnelles intègrent les perspectives de développement du marché de la musique en pleine mutation, et postulent la capacité du Groupe à gagner des parts de marché tout en améliorant sa rentabilité et en accélérant le déploiement de sa stratégie de croissance externe. Elles supposent en outre l'absence d'aléa majeur, malgré l'existence de menaces et de risques pouvant freiner ou compromettre l'atteinte de ses objectifs.

Compte tenu de la confiance de la Direction dans sa capacité à atteindre les objectifs retranscrits dans le Plan d'Affaires et des performances réalisées depuis l'introduction en bourse, nous n'avons pas tenu compte de risques d'exécution spécifiques. Nous relevons toutefois qu'en raison de la phase de forte croissance dans laquelle se situe la Société, qui implique des efforts d'investissement à court et moyen terme et une amélioration de la rentabilité à plus long terme, la valeur actuelle de l'Action est particulièrement sensible aux paramètres d'actualisation et aux hypothèses du Plan d'Affaires, notamment en terme de rentabilité cible.

En outre, nos fourchettes de valeurs intègrent pour la plupart une contribution significative des opérations de croissance externe futures à la valeur actuelle de l'Action, étant rappelé que ces opérations, qui impliquent des facteurs de risque spécifiques notamment en termes de calendrier et d'intégration, n'ont pas encore été réalisées.

Le Prix de l'Offre extériorise dans notre approche de valorisation intrinsèque une décote de 12,8% par rapport à la valeur centrale de l'Action intégrant l'impact des opérations de croissance externe et, d'autre part, une prime de 2,7% sur la valeur centrale de l'Action hors croissance externe.

Nos valorisations analogiques ont été mises en œuvre en tenant compte des spécificités du Groupe. De manière générale, le Prix de l'Offre extériorise des primes pour les valeurs basées sur les agrégats prévisionnels à court et moyen terme et des décotes sur les valeurs issues des agrégats estimés à long terme, qui présentent toutefois un risque d'exécution plus élevé.

Enfin, le Prix de l'Offre affiche des primes significatives sur les cours de bourse des douze derniers mois, comprises entre 21,0% et 52,2%, en fonction des dates et des périodes d'observation.

Nous relevons par ailleurs que :

- la mise en œuvre de l'Offre présente l'intérêt, pour les actionnaires minoritaires, d'obtenir une fenêtre de liquidité à un prix identique à celui retenu pour les Acquisitions de Blocs et avec une prime significative par rapport aux cours de bourse antérieurs à l'annonce de l'Offre ;
- l'avancement dans le temps et la réalisation des objectifs fixés dans le Plan d'Affaires pourraient se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par une progression significative de la valeur de l'Action. Les Actionnaires Minoritaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre resteront toutefois exposés aux risques pouvant également impacter à la baisse la valeur de l'Action ;
- après échange avec l'Expert Indépendant et le Comité Ad Hoc, l'Initiateur a renoncé à solliciter le retrait obligatoire, décision qui fonde notre conclusion sur l'équité du Prix de l'Offre dans ces circonstances ;
- les actionnaires minoritaires peuvent choisir d'apporter leurs titres à l'Offre ou de rester au capital de la Société.

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

Nous avons répondu aux observations qui nous ont été formulées à l'oral et par courriel par un actionnaire minoritaire (§ 6).

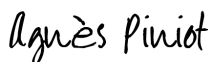
8. Conclusion

Au vu de l'ensemble des éléments d'appréciation décrits dans notre synthèse (§ 7), et 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 volontairement leurs titres à l'Offre.

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

Paris, le 18 avril 2024

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:

65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Présidente - Associée

DocuSigned by:

A25530F72A2A416...

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
Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
Présentation des Transactions Comparables	Annexe 9
Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

DocuSign Envelope ID: A27FB69E-A4C1-47C6-A6FC-C099374D128D

BELIEVE

Société anonyme au capital de 485 431,75 €
24, rue Toulouse Lautrec - 75017 Paris
481 625 853 RCS Paris
(la « Société »)

Cabinet Ledouble
8 rue Halévy
75009 Paris

Paris, le 12 avril 2024

Objet : Désignation du cabinet Ledouble en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat visant les actions Believe

Madame,

Dans le cadre du projet d'acquisition de blocs majoritaires qui serait suivi d'une offre publique d'achat (l'« Offre »), projet annoncé par le consortium formé de Monsieur Denis Ladegaillerie (président-directeur général de la Société), certains fonds gérés par TCV et le fonds EQT X, via une entité dédiée (l'« Initiateur »), l'Offre visant l'intégralité des actions de la Société qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, le conseil d'administration de la Société (le « Conseil d'Administration ») a décidé de nommer, le 11 février 2024, sur recommandation du comité ad hoc constitué par le Conseil d'administration (le « Comité ad hoc¹ »), le cabinet Ledouble, dont vous êtes présidente, en qualité d'expert indépendant (l'« Expert Indépendant »).

Votre désignation est intervenue en application notamment des dispositions de l'article 261, I-2° et -4° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après le « RGAMF »).

Dans ce cadre, votre cabinet, représenté par Monsieur Romain Delafont (associé) et vous-même, a pour mission d'évaluer les actions de la Société et d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions susvisées du RGAMF.

Conformément à la proposition que vous avez transmise au Comité ad hoc le 31 janvier 2024 et à votre lettre de mission transmise à la Société en date du 19 mars 2024, les diligences mises en œuvre par votre cabinet dans le cadre de cette mission, engagée depuis le 11 février 2024, ont compris (et comprennent) 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 de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, une valorisation multicritère de l'action Believe, ainsi qu'une analyse du prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation. En application de ce qui précède, vous avez restitué (et vous continuerez à restituer) vos travaux au Comité ad hoc, au fur et à mesure, que vous le teniez informé d'éventuelles difficultés et que des réunions de travail ont été planifiées avec ledit Comité ad hoc.

Dans le cadre de cette mission, la Société a fourni (et fournira, pour les quelques éléments qui resteraient le cas échéant à fournir) à votre cabinet tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents peuvent être considérés comme exacts et exhaustifs et ne feront pas l'objet de

¹ Le Comité ad hoc est constitué de Madame Orla Noonan, Fonds Stratégique de Participation (représenté par Madame Cécile Frot-Coutaux) et Madame Anne-France Laclède, membres indépendants du Conseil d'Administration.

DocuSign Envelope ID: A27FB69E-A4C1-47C6-A6FC-C099374D128D

vérification particulière.

Votre intervention s'inscrit dans le calendrier discuté avec vous, à savoir une remise de votre rapport prévue au cours de la semaine du 15 avril 2024, étant rappelé que vous aurez disposé, 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.

Xavier Dumont

Believe

Représentée par Monsieur Xavier Dumont,
Directeur Général Adjoint en charge des
Finances et de la Stratégie, dûment autorisé

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, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
- Analyse des modalités de fixation du prix d'introduction en bourse de la Société
- 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 depuis l'introduction en bourse et des notes publiées par les analystes en charge du suivi de l'Action
- Revue des procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration et des assemblées générales
- Analyse des performances historiques du Groupe et des événements marquants au cours des derniers exercices

> Travaux de valorisation

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Examen critique du Plan d'Affaires
- Détermination des paramètres structurants de l'Évaluation Multicritère
- Exploitation des informations sectorielles et financières issues de nos bases de données
- Constitution des panels de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère de l'Action et réalisation d'analyses de sensibilité
- Analyse du positionnement de la valeur de l'Action par rapport au Prix d'Introduction
- Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation des Établissements Présentateurs
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Prise en compte des commentaires d'un actionnaire minoritaire

> Finalisation de la Mission

- Entretiens avec la Direction, les membres du Comité Ad Hoc, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Rédaction du Rapport
- Obtention d'une lettre de représentation auprès de la Direction et du Consortium

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE (suite)

> Finalisation de la Mission

- Administration et supervision de la Mission

> Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 305.760 € hors taxes, correspondant à une enveloppe de 1.050 heures consacrées à la réalisation de la Mission.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Février 2024

- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (11 février 2024)
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Préparation et envoi de requêtes documentaires
- Obtention de l'accès à la *data room*
- Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Réunions avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et les approches envisagées par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Début de l'Évaluation Multicritère
- Examen de l'historique du cours de bourse de l'Action
- Analyse des modalités de fixation du prix d'introduction en bourse de la Société
- Examen critique des données prévisionnelles transmises par la Direction

> Mars 2024

- Poursuite de l'Évaluation Multicritère
- Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et les Établissements Présentateurs
- Réunions d'avancement avec le Comité Ad Hoc, portant notamment sur nos constats et l'incidence d'une éventuelle procédure de retrait obligatoire sur notre conclusion
- Entretien avec WMG
- Rédaction du projet de Rapport

> Avril 2024

- Renonciation du Consortium à la demande d'un retrait obligatoire
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère sur la base des derniers éléments mis à notre disposition et des données de marché les plus récentes
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Prise de connaissance des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par les Établissements Présentateurs en vue de leur insertion dans le Projet de Note d'Information
- Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Réunion de synthèse avec le Comité Ad Hoc
- Communication au Comité Ad Hoc du projet de Rapport
- Revue indépendante

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

➤ Avril 2024

- Réception des lettres de représentation
- Finalisation du Rapport
- Présentation du Rapport au Comité Ad Hoc avant le Conseil d'Administration et du dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

➤ Société

- Denis LADEGAILLERIE *Président-Directeur Général*
- Xavier DUMONT *Directeur Général Adjoint en charge des Finances et de la Stratégie*
- Béatrice DUMURGIER *Directrice Générale Adjointe en charge des Opérations*
- Romain VIVIEN *Directeur Musique Globale et Président Europe*
- Émilie MEGEL *Directrice Relations Investisseurs*
- Sophie DEBAY *Corporate Development Director*
- Tristan VILLEMIN *Corporate Development Senior Manager*
- Romain SOULARD *Directeur Reporting et Consolidation*

➤ Comité Ad Hoc

- Orla NOONAN *Présidente du Comité Ad Hoc*
- Anne FRANCE LACLIDE-DROUIN *Membre du Comité Ad Hoc*
- Cécile FROT-COUTAZ *Membre du Comité Ad Hoc*

➤ Initiateur

TCV

- John DORAN *General Partner*
- Michael KALFAYAN *Partner*
- Marta SUAREZ *Partner*

EQT

- Nicolas BRUGÈRE *Partner*
- Michiel THIESSEN *Managing Director*
- Marie-Anne CAMILLERI *Associate*

➤ Conseil financier de la Société et du Comité Ad Hoc

Citi

- Robin ROUSSEAU *Head of EMEA M&A, Managing Director*
- Pierre CASTAING *Co-Head of M&A France, Managing Director*
- Jean-Melchior de ROQUEFEUIL *Director*
- Charles MAISANT *Vice President*
- Aziz KOLSI *Associate*
- Amandine HÉRITIER *Analyst*

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ Conseils juridiques

Conseil juridique du Comité Ad Hoc - Gide Loyrette Nouel

▪ Olivier DIAZ	Partner
▪ Charles de REALS	Partner
▪ Apolline COUDERC	Associate
▪ Kathleen QUINARD	Associate

Conseil juridique de l'Initiateur - Bredin Prat

▪ Olivier ASSANT	Partner
▪ Kate ROMAIN	Partner
▪ Florian BOUAZIZ	Partner
▪ Karine ANGEL	Counsel
▪ Marie CHARLET	Associate
▪ Constantin MATHEWS	Associate

➤ Établissements Présentateurs

Goldman Sachs

▪ Anne BIZIEN	Managing Director
▪ Thomas GAGNEZ	Managing Director
▪ Edouard PANIÉ	Managing Director
▪ Guillaume SCHLOEGEL	Vice President
▪ Victor DONSIMONI	Associate

BNP Paribas

▪ Nicolas SUDRE	Managing Director & Head of Media M&A Advisory
▪ Olivier RINAUDO	Managing Director
▪ Anne PORTELANCE	Vice President

➤ Warner Music Group / Access Industries

▪ Robert KYNCL	Chief Executive Officer (WMG)
▪ Tim MATUSCH	Executive Vice President of Strategy & Operations (WMG)
▪ Guillaume d'HAUTEVILLE	Executive Vice Chairman (Access Industries)

➤ Cleary Gottlieb Steen & Hamilton

▪ Pierre-Yves Chabert	Partner
-----------------------	---------

➤ Actionnaire minoritaire¹⁴⁴

¹⁴⁴ L'actionnaire minoritaire rencontré a souhaité préserver son anonymat.

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Offre

- Procès-verbal du Conseil d'Administration concernant la nomination de l'Expert Indépendant
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires
- Lettres d'intention reçues dans le cadre du processus de recherche d'un investisseur mené par Denis Ladegaillerie et TCV, en vue de former le Consortium
- Projet de Note d'Information¹⁴⁵
- Projet de Note d'Information en Réponse¹⁴⁶
- Travaux d'évaluation réalisés par le conseil financier de la Société
- Rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs
- Accords et Opérations Connexes

➤ Documentation relative à Believe

Documentation générale

- Communiqués de presse
- Publications trimestrielles au titre des résultats financiers

Documentation relative à l'introduction en bourse

- Document d'enregistrement approuvé le 7 mai 2021 sous le numéro n° I.21-018 par l'AMF
- Supplément au document d'enregistrement approuvé le 31 mai 2021 sous le numéro n° I.21-026 par l'AMF
- Note d'opération approuvée le 31 mai 2021 sous le numéro 21-191 par l'AMF
- Éléments de valorisation établis par des banques conseil en avril 2021¹⁴⁷
- Notes d'analystes publiées dans le cadre de l'introduction en bourse

Documentation juridique

- Extrait Kbis
- Organigramme du Groupe
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2021 à 2024)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2022 à 2023)
- Suivi des principaux litiges en cours

¹⁴⁵ Version projet en date du 18 avril 2024.

¹⁴⁶ Version projet en date du 18 avril 2024.

¹⁴⁷ Document intitulé « Project Nova – Update on investor marketing and valuation, April 2021 ».

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

Informations comptables et financières historiques

- Rapports financiers consolidés annuels (2019 à 2023)
- Budgets annuels consolidés (2021 à 2023)
- États contributifs consolidés par entité (2019 à 2023)
- États financiers des participations mises en équivalence¹⁴⁸
- Détail des preuves d'impôts 2022 et 2023
- Détail des reports déficitaires activés et non activés aux bornes du Groupe (31 décembre 2023)

Informations financières prévisionnelles

- Plan d'Affaires détaillé du Groupe
- Support de présentation du Plan d'affaires

Informations relatives à la manifestation d'intérêt de WMG

- Lettre de WMG au Conseil d'Administration (21 février 2024)
- Courrier de réponse du Comité Ad Hoc à WMG (25 février 2024)
- Lettre de WMG au Conseil d'Administration (27 février 2024)
- Lettre de WMG au Comité Ad Hoc (2 mars 2024)
- Lettre de WMG à l'Expert Indépendant (12 mars 2024)
- Lettre de la Présidente de l'AMF à la Présidente du Comité Ad Hoc (22 mars 2024)
- Lettre de WMG à la Présidente du Comité Ad Hoc (6 avril 2024)

Autres informations

- Synthèse des acquisitions / cessions réalisées par le Groupe depuis 2021 et modalités / multiples d'acquisitions
- Notes publiées par les analystes en charge du suivi du titre de la Société

> Revue de presse

> Sites d'informations

Société

- Believe, <https://www.believe.com>

Comparables Boursiers

- Spotify, <https://www.spotify.com>
- Tencent Music Entertainment, <https://www.tencentmusic.com>
- Universal Music Group, <https://www.universalmusic.fr>

¹⁴⁸ Au 30 juin 2023.

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

- Warner Music Group, <https://www.warnermusic.fr>

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 (2019 à 2024) 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 d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

> **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
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

> **Ambre AIDEMOY, Responsable de mission**

- ISG International Business School – Programme Grande École, Master Finance
- Heriot Watt University (Royaume-Uni) – MSc Finance & Management

> **Erwan BOBIN, Responsable de mission**

- NEOMA Business School – Master en Finance d'Entreprise

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

> Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- 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)

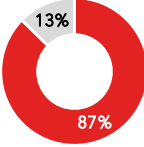
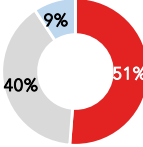
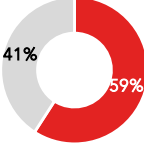
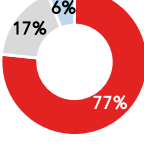
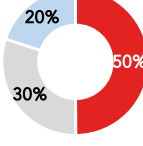
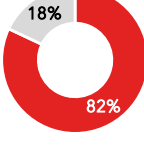
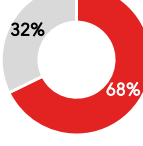
ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE¹⁴⁹**Expertises indépendantes**

Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2024	FIEBM	Oddo BHF
2024	Accor	*
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
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	Terreis	Goldman Sachs Paris et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis

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

¹⁴⁹ Depuis 2019.

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Description des Comparables Boursiers				
Société	Description	Capitalisation boursière 3 mois (Md€)*	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par région
Spotify	 Nationalité : Suède Création : 2006 Effectifs : 9.100	48,6	 - Abonnement - Publicité	 - Autres - États-Unis - Royaume-Uni
Tencent Music Entertainment	 Nationalité : Chine Création : 2016 Effectifs : 5.800	17,1	 - Services de musique en ligne - Services de divertissement social	 Chine
Universal Music Group	 Nationalité : Pays-Bas Création : 1934 Effectifs : 10.100	49,6	 - Musique enregistrée - Édition musicale - Marchandisage et autres	 - États-Unis - Reste du monde - Europe
Warner Music Group	 Nationalité : États-Unis Création : 1929 Effectifs : 5.900	15,9	 - Musique enregistrée - Édition musicale	 - États-Unis - Autres

* Au 5 avril 2024.

ANNEXE 9 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables

Date	Cible	VE/EBITDA
		Avec prime de contrôle
sept.-22	Kobalt Music Group	17,0x
juin-21	Universal Music Group	23,5x
avr.-21	Reservoir Media Management	24,7x
déc.-19	Universal Music Group	23,7x
juin-18	EMI Music Publishing	19,1x
Moyenne		21,6x

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, presse

ANNEXE 10 : 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 et Opérations 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.