

IVSC

Procedural Guidelines for Fairness Opinions (FO)

Q1 : *Do these Guidelines contradict any particular regulatory requirements in the jurisdiction within which you operate? If so please provide a brief description of the conflicting provision and a reference to the relevant law or regulation.*

A notre connaissance, il n'existe pas, à ce jour, de textes réglementaires en France, dont les dispositions seraient contraires à celles incluses dans le présent projet de recommandation.

Pour information, en France l'expertise indépendante est définie par le Règlement général de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) dans son Livre II (Émetteurs et informations financières), Titre VI (Expertise indépendante) et complété par l'instruction n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et la Recommandation AMF du 28 septembre 2006 (modifiée le 19 octobre 2006). L'ensemble de ces éléments fait notamment suite aux réflexions ayant donné lieu à la publication sous l'égide de l'AMF du « Rapport Naulot ».

To our knowledge, there are no regulations in France whose provisions contradict those included in this Exposure Draft.

For information, FO is defined by the AMF (Autorité des Marchés Financiers - FMA Financial Markets Authority) in its General Regulation Book II (Issuers and Financial Information), under Section IV (Fairness Opinions) with further additions in the instruction n°2006-8 of July 25th 2006 and the AMF recommendation of September 28th 2006 (amended on October 19th 2006). These elements follow the comments that had initially led to the publication of the Naulot Report under the AMF's request.

Q2 : *Do you agree with this conclusion? If not, what distinctions do you believe should be made in the Guidelines between the content of an opinion intended for the commissioning party and one intended for public disclosure?*

Nous partageons l'avis du Board concernant le principe de l'existence d'un format unique de rapport d'attestation d'équité, cette approche permettant de mieux sécuriser la communication des informations relatives à l'opération visée par la FO. Nous ne sommes en effet pas favorables à l'émission de deux formats de rapports dont le contenu différerait en fonction des destinataires. A notre avis, plusieurs types de rapports seraient source de risques.

Le rapport de l'expert indépendant doit respecter le caractère confidentiel de certaines informations. Les informations qui y sont communiquées doivent se limiter à permettre au public de :

- prendre connaissance du contexte et de l'environnement de la transaction ;
- comprendre les travaux d'évaluation réalisés ;
- apprécier les principales hypothèses retenues.

Les travaux réalisés par l'expert et les hypothèses retenues par ce dernier doivent être strictement identiques et ne pas dépendre du bénéficiaire du rapport.

Nous rappelons, que la réglementation française prévoit que dans le cadre des offres publiques, la société visée peut, sous sa responsabilité, décider de ne pas mentionner certaines informations figurant dans le rapport de l'expert indépendant afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur¹.

¹ Article 231-19 § 3 of the AMF General Regulation

A cet égard, il pourrait être pertinent de préciser la nature et l'étendue des informations devant être a minima divulguées lorsque la publication du rapport n'est pas exhaustive.

We agree with the Board's view that there should be one single report format for FO as this would allow securing the communication of information related to transactions concerned by the FO. Indeed, we don't support the issuance of two report formats whose contents would differ according to the addressees. In our opinion, several report formats would be a source of risks.

The FO report must respect the confidentiality of some information. The information provided therein shall be limited to allow the public:

- *being aware of the context and environment of the transaction;*
- *Understanding the valuation work performed;*
- *Assessing the main assumptions.*

The work performed by the FO and the assumptions he used must be exactly the same and should not depend on the recipient of the report.

We recall that according to the French regulation regarding public offerings, the board of the company involved in the contemplated transaction may, under its own responsibility, choose not to mention some of the information included in the FO report in order not to prejudice its own legitimate interests, provided that such omission is not likely to mislead the public².

In this regard, it may be appropriate to specify the nature, the extent, and the minimum level of information to disclose when the report is not exhaustive.

Q3: Paragraphs 3 & 4 of the Exposure Draft describe what a fairness opinion is and also what it is not.

a) Is this description consistent with fairness opinions delivered in those jurisdictions within which you operate?

Les définitions de l'attestation d'équité, fournies par le § 3 du projet de la recommandation, sont conformes aux dispositions de la réglementation française sur l'expertise indépendante.

Celle-ci dispose en effet que l'expert indépendant établit un rapport prenant la forme d'une attestation d'équité conduisant à l'émission d'une opinion sur le caractère équitable du prix, de la parité ou des conditions financières de l'offre publique ou de l'opération concernée.

The definitions of FOs provided under § 3 of the Exposure Draft comply with the French regulation.

It mentions that a FO provider shall produce a report in the form of a FO leading to the issuance of an opinion on the fairness of the price, ratio exchange or financial conditions of the concerned bid or transaction.

b) Do you consider it helpful for users and in the wider public interest for the IVSC Guidelines to attempt to define the nature of a fairness opinion?

Nous considérons qu'il est en effet très utile que la recommandation de l'IVSC définisse précisément ce qu'est une attestation d'équité mais également ce qu'elle n'est pas.

² Article 231-19 § 3 of the AMF General Regulation.

Le Règlement général et les instructions relatives à l'expertise indépendante de l'AMF ne donnent pas d'exemples de diligences ne constituant pas une attestation d'équité.

Les précisions à ce sujet données par la recommandation de l'IVSC (§ 4) nous semblent très utiles. Nous suggérons néanmoins que le projet de recommandation de l'IVSC prescrive que chaque attestation d'équité rappelle ces limites et que la lettre de mission de l'expert indépendant précise suffisamment clairement l'étendue des diligences et des responsabilités de l'expert indépendant non seulement à l'égard du conseil d'administration de la société cible mais également du public.

In our opinion, it is very useful that the IVSC guidelines define precisely what a FO is, as well as what it is not.

The AMF's General Regulations and Guidelines related to FOs do not provide any example of diligence that do not constitute a FO.

In this regard, the information provided by the IVSC Exposure Draft (§ 4) appears to be quite useful. We suggest, nonetheless, that the IVSC Exposure Draft expressly stipulates that each FO recalls these limits and that the FO engagement letter details clearly the scope of diligences and the responsibilities of the FO provider not only toward the target company's board but also toward the public.

Q4: *Do you agree with the Board's decision to exclude guidance on criteria to be considered in determining whether a proposed transaction can be determined Fair or not? If you disagree, please indicate the types of additional guidance that you believe could usefully be included.*

Nous approuvons la décision du Board de l'IVSC d'exclure du projet de recommandation les critères à prendre en compte pour déterminer le caractère équitable des termes financiers d'une opération.

A notre avis, il appartient à l'expert indépendant de se faire sa propre opinion concernant l'équité des conditions financières d'une opération. Pour ce faire, chaque professionnel devra faire appel à ses capacités de jugement, son expérience passée et son savoir-faire.

Cependant, il peut être considéré que sur la base d'une information et d'un référentiel identiques, les travaux réalisés par différents experts indépendants devraient conduire à une opinion identique. Dans ce cas, nous considérons qu'il conviendrait de prévoir :

- la mise en place d'un système de contrôle qualité indépendant par un tiers ou un expert indépendant faisant partie soit de l'entité de l'expert indépendant chargé de rédiger le rapport, soit d'un groupement d'expertise indépendante ;
- des réunions-débats régulières entre émetteurs d'attestations d'équité afin de favoriser l'émergence de bonnes pratiques, de maintenir une vision pertinente et homogène du métier d'expert indépendant. Ces différentes manifestations pourraient être organisées par des associations de professionnels (telles que l'APEI en France). Celles-ci auraient ainsi notamment en charge l'organisation et la supervision du processus de contrôle qualité des prestations fournies par ses membres et l'animation des discussions et débats entre professionnels. L'appartenance à une association d'experts indépendants pourrait être recommandée.

We do agree with the decision of the IVSC Board to exclude from the Exposure Draft, the criteria that have to be taken into account in order to conclude on the fairness of the financial terms of a contemplated transaction.

In our opinion, the FO provider must form his or her own opinion about the fairness of the financial conditions of a transaction. To do this, each FO provider must use his or her own judgment skills, past experience and know-how.

However, it might be considered that, on the basis of the same information and referential, the work performed by various FO providers should lead to the same opinion. In this case, we believe that the following elements should be provided for:

- The implementation of an independent quality control system by a third party or an FO provider affiliated either to the firm of the FO provider in charge of the report or to an independent FO provider's association;
- Regular discussions between FO providers in order to promote best practices, and to maintain a relevant and consistent vision of the FO provider's profession. These different meetings could be organised by professional associations (such as the APEI – Association Professionnelle des Experts Indépendants - in France). Thus, these would be in charge of organizing and supervising the quality control process of the work performed by its members and leading the discussions between professionals. Affiliation to such an association could also be recommended.

Q5 : *Do you consider that the Guidelines, when read in conjunction with the Code, adequately cover the threats to independence and objectivity that are likely to arise when considering whether an individual or firm should accept an appointment to provide a fairness opinion? If not please indicate either the additional threats that you believe should be identified or any threats that are identified in the draft that you believe should be modified or excluded.*

Nous considérons que l'apparence d'indépendance n'est pas moins importante que l'indépendance elle-même. En effet, avant toute chose, les experts indépendants se doivent de paraître indépendant pour que les utilisateurs de leur rapport aient confiance dans l'attestation d'équité qu'ils ont émise. Il est à cet égard tout à fait essentiel que l'expert indépendant déclare dans son rapport l'ensemble des situations qui pourraient constituer un élément objectif de doute sur son indépendance et explique comment et pourquoi ces éléments de « doute » ont été levés

En France, l'instruction n°2006-08 de l'AMF précise les situations dans lesquelles l'expert indépendant est considéré comme étant dans une situation de conflits d'intérêts. Il s'agit notamment des cas où l'expert :

- entretient des liens juridiques ou des liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou l'opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- a procédé à une évaluation de la société visée par l'offre publique ou qui réalise l'opération au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation, sauf si l'évaluation menée dans ce délai intervient dans le cadre d'une mission qui constitue le prolongement de la précédente ;
- a conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute entité que ces sociétés contrôlent au cours des dix-huit mois précédant la date de sa désignation ;
- détient un intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute entité contrôlée par ces sociétés, susceptible d'affecter son indépendance.

Dans le cas où l'expert indépendant appartient à un groupement national ou international, celui-ci devra s'assurer :

- qu'aucun autre membre du groupement n'intervient pour le conseil d'administration de la société cible ou des parties qui lui sont liées ;
- que l'information relative à cette vérification est communiquée dans le rapport d'attestation d'équité.

Afin de préserver le principe d'indépendance de l'expert, les limites suivantes pourraient être prévues :

- concernant les honoraires :
 - o interdiction de percevoir des honoraires variables indexés ou liés au prix de la transaction ;

- interdiction de percevoir des honoraires dont le montant remettrait en cause l'indépendance de l'émetteur de l'attestation d'équité ;
- les honoraires perçus par l'expert indépendant et la part qu'ils représentent dans le chiffre d'affaires annuel de ce dernier devrait être communiqués dans le rapport de l'expert ;
- concernant les travaux réalisés précédemment par l'expert indépendant :
 - le même associé ne pourrait pas intervenir si l'entité d'expertise indépendante a déjà réalisé des prestations de conseil antérieurement (avec un délai minimum de viduité de 18 mois entre les prestations de conseil et d'attestation d'équité) ;
 - le caractère significatif des missions de conseil réalisé dans cette période doit néanmoins être pris en considération.

We consider that the appearance of independence is as important as independence itself. Indeed, above all, FO providers must seem independent so users of FOs report can rely on the issued opinion. In this context, it is quite essential that the FO provider discloses in his or her report all the situations that might constitute an objective element of doubt about his or her independence and explains how and why these elements have been removed.

In France, the AMF's 2006-08 Instruction (cf. question 1) specifies the situations in which the FO provider is considered to be in a situation of interest conflicts. These include particular cases where the FO provider:

- *has financial and/or legal ties with the companies concerned by the public offering or the transaction or their advisors which may affect his or her independence;*
- *has performed an assessment of the company targeted by the public offering or of the company which launched the transaction, during the 18 months preceding the date of his or her appointment, except when the assessment made during this period is done within a mission constituting the extension of the preceding one.*
- *has advised one of the companies concerned by the public offering or any entity that these companies control over the 18 months preceding the date of his or her appointment;*
- *holds a financial interest in the success of the offer, a claim or debt on one of the companies concerned by the offer or any entity controlled by these companies, that may affect his or her independence.*

In the case the FO provider is a member of a national or international association, he or she must ensure that:

- *no other member of the association works with/for the board of the target company or the related parties;*
- *the information regarding this control is communicated in the FO report.*

In order to guarantee the independence principle of the FO provider, the following limits may be decided:

- *Regarding fees:*
 - *The collection of indexed or variable fees linked to the transaction's price is prohibited;*
 - *The collection of fees, which amount would undermine the FO provider's independence is prohibited;*
 - *The fees charged by the FO provider and the percentage they represent in his or her yearly turnover should be disclosed in the FO's report.*
- *Regarding prior works performed by the FO provider:*
 - *The same signing partner could not be appointed if the FO provider's firm performed prior consulting activities (with a minimum 18 months period between consulting services and FO);*
 - *However, the importance of the performed consulting work should also be considered.*

Q6 : *Do you consider that the Guidelines, when read in conjunction with IVS 101, adequately identify the principal matters that should be considered in agreeing the scope of work and terms for the provision of a fairness opinion? Please identify any additional matters that you consider should be included.*

Nous proposons d'inclure dans le projet de recommandation de l'IVSC, des dispositions sur les thèmes suivants :

- documents devant être communiqués à l'expert :
 - o pour réaliser une attestation d'équité, l'expert indépendant aura besoin de l'information émise et détenue par le conseil d'administration ;
 - o la transmission de l'information souhaitée ainsi qu'une liste indicative des documents à transmettre à l'expert devra figurer dans la lettre de mission ;
- lettre d'affirmation :
 - o une lettre d'affirmation devra être remise par le conseil d'administration à l'expert indépendant, préalablement à l'émission du rapport de ce dernier ;
 - o la lettre de mission et le rapport de l'expert indépendant devront mentionner l'existence de cette lettre d'affirmation ;
 - o ce document indiquera notamment que le conseil d'administration est responsable de l'information financière utilisée par l'expert et des hypothèses retenues dans le plan d'affaires.

We suggest including in the Exposure Draft provisions on the following subjects:

- *Documents to be used by the FO provider:*
 - o *to achieve an FO, the FO provider will need information issued and held by the board;*
 - o *The transmission of this information as well as an indicative list of the documents to be sent to the FO provider should be included in the engagement letter*
- *Representation letter:*
 - o *The board shall give a representation letter to the FO provider prior to the issuance of the FO report;*
 - o *The FO's engagement letter and report shall mention the existence of this representation letter;*
 - o *This document shall mention that the board is responsible for the financial information used by the FO provider as well as for the assumptions used in the business plan.*

Q7 : *Do you consider that this list of recommended contents is a) helpful and b) sufficiently comprehensive? Are there any matters that you believe should be excluded, or additional matters included?*

Nous sommes d'avis que le présent projet pourrait également mentionner les recommandations suivantes :

- pour les travaux d'évaluation uniquement :
 - o justification des méthodes d'évaluation utilisées (méthodes retenues et écartées) ;
 - o sensibilité des principales hypothèses ;
 - o existence d'une lettre d'affirmation pour les informations pertinentes à la réalisation de la mission.

We believe that the Exposure Draft could also mention the following recommendations regarding the valuation work only:

- o *Justification of the valuation method and metrics that have been applied as well as those that have not;*
- o *Sensitivity analysis to the key assumptions;*
- o *Existence of a representation letter regarding the information relevant to the achievement of the mission.*

Q8 *Do you consider that these restrictions and limitations are a) reasonable and b) applicable in the jurisdiction in which you operate?*

Are there any additional restrictions and limitations that you believe could usefully be added to those recommended?

Cf. Q3

Le projet de recommandation pourrait également préciser qu'il n'appartient pas à l'expert indépendant de décider des conditions financières de la transaction envisagée car celles-ci sont de la responsabilité du conseil d'administration, même si ces conditions peuvent évoluer au cours de la mission ou à l'issue de celle-ci.

The Exposure Draft could also mention that it is not for the FO provider to decide on the financial terms of the contemplated transaction, as these are of the board's responsibility, even if these conditions may change during the mission or at the end of this one.

Q9: *Are there any additional matters that you believe should be addressed in the guidance in order to best meet this objective?*

- Synergies

Nous considérons que la problématique des synergies attendues de l'opération de regroupement devrait être traitée par le projet de recommandation, sous réserve des principes de confidentialité rappelés en Q2.

Nous relevons cependant que le principe d'examen des synergies par l'expert indépendant ne fait pas l'objet d'un consensus au sein des membres de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE).

- Synergies

We consider that the Exposure Draft could also mention the treatment of the synergies that are expected from the contemplated business combination, subject to the privacy principles mentioned in Q2.

We note however that the principle of synergies' analysis by the FO provider is not consensus among the members of the FFEE (Fédération Française des Experts en Evaluation - French Federation of Valuation Experts)