

Fairness Opinions

Réponses à la consultation de la
NASD (novembre 2004-Janvier
2005)

16 février 2005

Les constats de la NASD

- ◆ Insuffisante information du public
 - Nature subjective de certaines opinions
 - Biais (conflits d'intérêts de la banque conseil)
- ◆ Critiques multiples adressées aux fairness opinions
 - Multiplicité des méthodologies utilisées
 - Sensibilité des résultats à certaines hypothèses
 - Tendance à faire des "judgments calls"

Les critiques de Rosenbloom

- ◆ Travail non professionnel
 - Information insuffisante
 - Négligences dans l'analyse
 - Omission de facteurs essentiels sur lesquels l'opinion a été donnée
 - Hypothèses objectivement non raisonnables
- ◆ Conflits d'intérêts
- ◆ Nature du processus d'évaluation
 - Information du management non vérifiée
 - Multiplicité des méthodes
 - Sensibilité des résultats
 - Rationalisation
 - Fourchette large

Les critiques de Bebchuk

◆ Latitude de l'évaluateur

- Pas de définition précise de l'équité
 - ◆ De multiples définitions
 - ◆ Le contexte de l'acquisition
- La mesure de la valeur
 - ◆ Multiplicité des méthodes
 - ◆ Pratique hétérogène dans les due diligences
 - ◆ Subjectivité dans le choix des paramètres

◆ Conflits d'intérêt

- La structure de rémunération
 - ◆ Se pose même pour les rémunérations forfaitaires
 - ◆ Critère: importance des relations d'affaires
- Le désir d'attirer et de retenir les clients
- Les facteurs psychologiques et sociaux (connivence managériale)

Les propositions de la NASD

- ◆ Information du public:
 - Description claire et complète de tout conflit d'intérêts significatif
 - Sources des informations utilisées et mention de celles qui ont été vérifiées de manière indépendante
- ◆ Procédures internes:
 - Processus de validation de l'opinion (existence d'un fairness committee)
 - Vérification des analyses effectuées (les techniques sont-elles appropriées au cas d'espèce?)
 - Considération des avantages particuliers que les dirigeants obtiennent à la suite de la transaction

Les réponses

◆ Les favorables

- Universitaires
- Ohio Public Employees Retirement Systems
- AFLCio
- CII
- Calpers

◆ Les opposés

- Davis Polk
- New York State Bar Association
- HFBRE Capital
- Signal Hill Capital

◆ Les modérés

- Securities Industry Association
- The Association of the Bar of the City of New York
- Dewey Ballantine
- Kane & Company
- Sutter Securities Incorporated
- Houlihan Lokey Howard & Zukin
- S&P

Traitement des conflits d'intérêts

- ◆ Consensus pour la transparence à l'égard des conseils d'administration et du marché sur l'existence de conflits d'intérêts
- ◆ Des pressions fortes pour :
 - Une séparation des activités de conseil et d'opinion
 - Une rémunération fixe (et une information du marché sur la structure de la rémunération- mais non sur le montant)
- ◆ Opinions minoritaires :
 - Il faut dévoiler toutes les relations d'affaires matérielles et laisser au conseil le soin de décider dans quels cas il y a conflit d'intérêt
 - Les conflits d'intérêts sont des faux problèmes
 - ◆ Le cumul conseil et opinion peut être avantageux (connaissance du contexte)
 - ◆ La rémunération contingente n'est pas un problème et c'est une décision du client
 - Il faut définir les standards d'indépendance que les banques devraient respecter
 - Il faut préserver la confidentialité des opérations en cours (problème de l'information du public des relations en cours)
 - Toutes les réglementations nécessaires existent déjà (SEC)

Vérification des informations utilisées

◆ Consensus

- Les experts en évaluation ne vérifient pas les informations données par le management:
 - ◆ Ils ne peuvent pas procéder à des vérifications approfondies (ils ne sont pas des auditeurs)
 - ◆ Le business plan est approuvé par le Conseil
- Le marché doit connaître les informations utilisées (et leur vérification le cas échéant)
- Pas de règles imposant la vérification des informations
 - ◆ La plupart des informations sont prospectives

◆ Opinions minoritaires

- Donner au marché davantage d'informations
- Information complète sur les hypothèses clés utilisées et la sensibilité de la valeur à la variation de ces hypothèses
- Inutile de réglementer cet aspect déjà très largement couvert par la jurisprudence et les règles de la SEC.

Existence de procédures internes

- ◆ Consensus pour qu'une règle impose l'existence de procédures de contrôle de qualité et de délivrance de l'opinion finale
- ◆ Mais ces règles ne peuvent être trop précises
 - Laisser à chaque firme le soin de s'organiser
 - ◆ Fairness committee ou équivalent pour identifier les conflits d'intérêts et vérifier l'intégrité du processus
 - ◆ Standard techniques internes
 - Préserver la flexibilité du processus
 - ◆ Chaque cas est spécifique
- ◆ Opinions minoritaires:
 - La situation actuelle est bonne. La plupart des banques ont mis en place ce type de procédure
 - Une nouvelle règle n'est pas nécessaire

Portée de l'opinion

- ◆ Vision traditionnelle et partagée par tous : recherche de l'équité d'un point de vue financier
- ◆ Consensus sur le fait que tous les éléments de contexte doivent être pris en compte
- ◆ Opinions très partagées sur les avantages particuliers retirés par les dirigeants
 - Consensus sur le fait que les marchés doivent être informés de ce type de situation
 - Divergences sur l'intégration de cette situation :
 - ◆ Dans l'analyse
 - ◆ Dans la conclusion : une opinion sur la valeur globale et sur sa répartition
 - Ces mécanismes ne peuvent pas être intégrés car ils préexistent à la transaction.