



Analyse critique de l'évolution du traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation

Août 2023

- Strictement privé et confidentiel -

Table des matières

1. Executive summary	Page 3
2. Le traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation	Page 6

1 Executive summary

Executive summary (1/2)

- « La plus-value iRAB » est la différence positive entre la valeur de reconstruction économique nette de la RAB initiale (« iRAB ») fixée au 31 décembre 2001, par le régulateur historique de Sibelga, la CREG; et la valeur comptable nette amortie des immobilisations corporelles régulées à cette même date
- Depuis 2002, La plus-value iRAB intervient à trois niveaux dans la méthodologie tarifaire:
 - i. Dans la marge équitable, via l'inclusion de la plus-value dans la RAB,
 - ii. Dans les coûts non-gérables faisant partie du revenu autorisé, via les amortissements de la plus-value, et
 - iii. Au niveau de la charge d'impôt des sociétés sur les amortissements de la plus-value faisant partie du revenu autorisé, ceux-ci étant non-déductibles fiscalement
- Dans la méthodologie tarifaire 2025-2029, **Brugel prévoit deux modifications majeures** du traitement de la plus-value iRAB
 - La suppression sur 5 ans, à partir de 2025, de sa valeur dans la RAB utilisée pour le calcul de la rémunération des capitaux investis
 - La suppression sur 6 ans, à partir de 2029, de ses amortissements dans le revenu autorisé
- Ce changement réglementaire représente une diminution des cash flows de Sibelga de €74.7m sur les deux prochaines périodes réglementaires et engendre une moins-value importante pour Interfin qui a payé cette plus-value de réévaluation lors du rachat des parts (50%) détenues par Electrabel dans le capital de Sibelga en 2007 et 2012
- Ce changement réglementaire conduit également à une détérioration sensible du profil de risque de Sibelga de par
 - La diminution de ses cash flows, et *de facto* sa capacité d'autofinancement, de l'ordre de €74.7m d'ici 2034
 - Une instabilité dans le modèle réglementaire de par la rupture avec le traitement historique
 - Un risque accru d'impairment
- Cette décision est en contradiction avec les précédentes méthodologies et les positions défendues par Brugel⁽¹⁾. Dans un rapport qui justifie sa décision pour la précédente période tarifaire, le régulateur soulignait qu'il n'avait jamais jugé opportun de rejeter l'amortissement de la plus-value de réévaluation et relève, sur base d'une étude réalisée par le CEER, qu'il est fréquent que l'amortissement ne se base pas exclusivement sur la valeur historique mais sur une valeur réévaluée ou un mix des deux. Brugel précisait que l'amortissement de la plus-value devait être perçue comme un moyen mis à la disposition du GRD pour couvrir ses besoins en investissement futurs, et que la stabilité du traitement de la plus-value iRAB contribuait à la pérennité du modèle réglementaire

(1) Source: Brugel - Méthodologie 2020 - 2024 - Partie 3 - Motivations de la méthodologie - Gaz (pages 9 et 10)

Executive summary (2/2)

- Le traitement dans la proposition de méthodologie tarifaire diffère des traitements prévus par les autres régulateurs belges :
 - i. Aucun autre régulateur belge (CWaPE, VREG ou CREG) ne prévoit de supprimer à la fois l'amortissement de la plus-value de réévaluation, et sa rémunération
 - ii. Au niveau régional, la CWaPE et la VREG ont prévu de supprimer la rémunération de la plus-value iRAB, mais de conserver son amortissement dans le revenu autorisé. Si les régulateurs régionaux ont pris la décision de supprimer la rémunération de la plus-value, ils l'ont fait sur des périodes plus longues: 8 et 10 ans. Leur position initiale consistait à supprimer la rémunération de la plus-value de réévaluation sur une seule période réglementaire mais après consultation avec les diverses parties prenantes, la CWaPE et la VREG sont revenus sur leur position et ont reconnu qu'il était préférable d'étendre cette suppression sur deux périodes réglementaires plutôt qu'une seule pour atténuer l'impact sur la capacité de financement du GRD. Par ailleurs, les deux régulateurs ont confirmé qu'ils n'avaient pas l'intention de remettre en question l'amortissement de la plus-value de réévaluation dans le calcul du tarif. En Flandre, le traitement réglementaire de l'amortissement de la plus-value est même plus favorable que précédemment car il est dorénavant considéré comme un coût exogène qui est pleinement reflété dans les tarifs alors qu'il était précédemment considéré comme un coût endogène
 - iii. Au niveau fédéral, la CREG a supprimé les amortissements de la plus-value iRAB dans le revenu autorisé, mais a conservé sa rémunération. Pour Elia, cette suppression de l'amortissement de la plus-value a été compensée par des paramètres de rémunération des capitaux plus favorables, ainsi que de l'ajout de plusieurs incitants qui se traduisent en une rémunération supplémentaire des fonds propres de l'ordre de 1.6%
- A l'échelle européenne, un rapport du Council of European Regulators observe que la moitié des pays étudiés ne calcule pas la RAB exclusivement sur base de la valeur historique des actifs. C'est notamment le cas de la Grande Bretagne, l'Italie, la Lettonie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Hongrie, la Suède, l'Islande, l'Irlande, la France, l'Ukraine...

2 Le traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation

La méthodologie tarifaire prévoit, à terme, une suppression complète de la rémunération et des amortissements relatifs à la plus-value de réévaluation

Méthodologie tarifaire 2020-2024

La plus-value de réévaluation intervient à trois niveaux dans la méthodologie tarifaire :

- la rémunération de la plus-value de l'iRAB à travers la marge équitable,
- les amortissements de la plus-value, et
- la charge d'impôt des sociétés sur ces amortissements puisqu'ils sont non-déductibles

Le traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation est resté inchangé depuis 2002-2003. Lors du transfert des compétences vers le régulateur bruxellois en 2014, Brugel a choisi de s'inscrire dans la continuité de la CREG

Méthodologie tarifaire 2025-2029

A partir de 2025, la méthodologie tarifaire prévoit deux modifications majeures:

- La suppression chaque année de 1/5ème de la plus-value de l'iRAB dans la valeur de la RAB utilisée pour le calcul de la rémunération des capitaux investis
- La suppression à partir de 2029, à raison d'1/6 par an, des amortissements de la plus-value de l'iRAB dans le revenu maximum autorisé

Par ailleurs, la méthodologie tarifaire prévoit également de déduire du revenu autorisé la quote-part de l'impôt des sociétés liée à la non-déductibilité fiscale des amortissements de la plus-value de l'iRAB. Pour des raisons de conformité aux ordonnances bruxelloises, cette mesure ne sera pas d'application pour 2025-2029

La nouvelle méthodologie tarifaire introduit un changement d'attitude radical dans le traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation avec, à terme, une suppression complète de la rémunération et des amortissements relatifs à la plus-value de réévaluation

Commentaires

La proposition de méthodologie tarifaire est en rupture avec le cadre réglementaire historique et conduit à une détérioration majeure du profil de risque de Sibelga:

- La diminution des cash flows sur les deux prochaines périodes réglementaires s'élève à €74.7m (voir page suivante);
- La suppression de l'amortissement de la plus-value de réévaluation réduit considérablement la capacité d'autofinancement de Sibelga (le cash qui provient de l'amortissement ne peut pas être distribué aux actionnaires); et
- Le changement réglementaire constitue un risque d'impairment pour la société

Par ailleurs, cela induit également une moins-value importante pour Interfin qui a implicitement payé cette plus-value de réévaluation lors du rachat des parts (50%) détenues par Electrabel dans le capital de Sibelga en 2007 et 2012

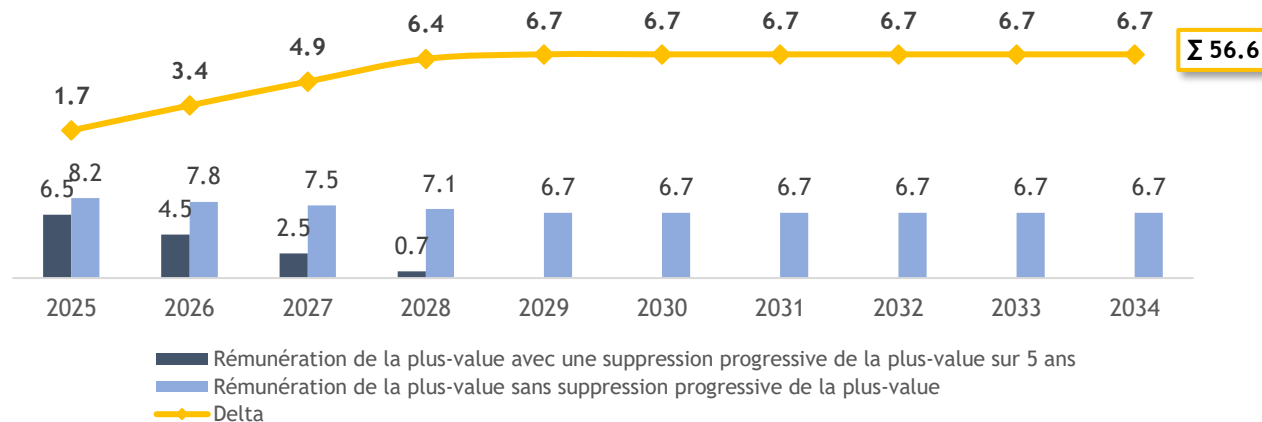
Le changement réglementaire est en rupture avec le passé et conduit à une détérioration sensible du profil de risque de Sibelga

Ce changement dans le traitement de la plus-value de réévaluation implique une diminution des cash flows de €74.7m sur les deux prochaines périodes réglementaires

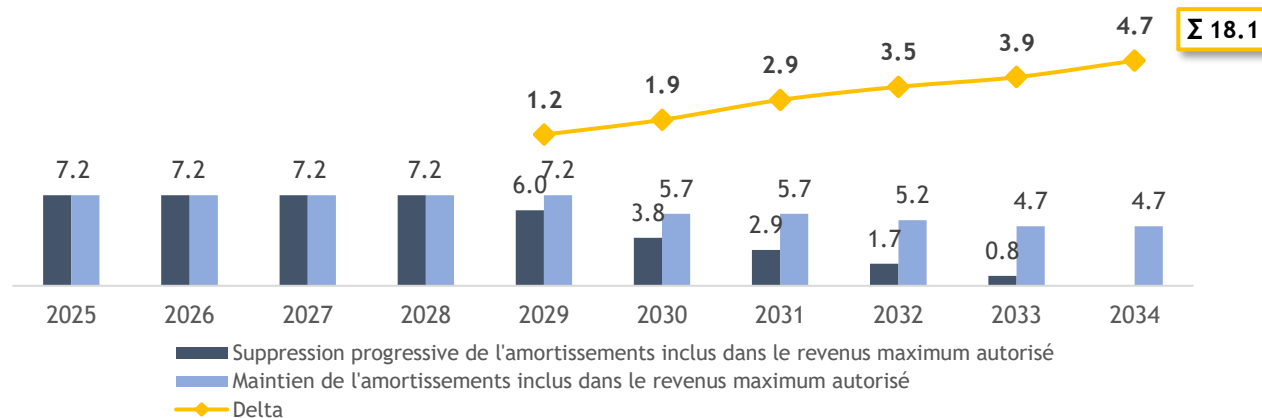
Commentaires

- Selon les estimations de Sibelga, la valeur de ses actifs régulés (RAB), incluant la plus-value, va évoluer de €1,328m en 2025 à €1,446m en 2029
- La plus-value de l'iRAB de Sibelga vaut €179.8m au 31/12/2022 et est dépréciée chaque année. La méthodologie tarifaire propose de supprimer progressivement la plus-value à raison de 20% par an sur une période de 5 ans, à partir de 2025
- La **suppression progressive d'une rémunération sur l'iRAB implique une diminution des cash flows de €56.6m, en utilisant un WACC de 5.18%** sur les deux prochaines périodes réglementaires
- En outre, la méthodologie tarifaire propose de progressivement **supprimer l'amortissement de la plus-value dans le calcul du revenu maximum autorisé**, à raison de 16.7% à partir de 2029. Cette mesure engendre une diminution des cash flows de **€18.1m** pour Sibelga
- Dans son ensemble, les évolutions relatives à la rémunération de la plus-value de l'iRAB, et au traitement de son amortissement impliquent une diminution des cash flows de **€74.7m** sur les deux prochaines périodes réglementaires

Evolution de rémunération de la plus-value de réévaluation (€m, 2025-2034)







Amortissement de la plus-value de réévaluation (€m, 2025-2034)



Sources: Brugel, rapports annuels de Sibelga

La méthodologie tarifaire proposée par Brugel s'écarte des traitements prévus par les autres régulateurs belges

				
Période régulatoire	2025-2029	2025-2029	2025-2028	2024-2027
Rémunération de la plus-value de réévaluation	Réduite de 20% par an à partir de 2025	Réduite de 10% par an à partir de 2025	Réduite de 12.5% par an à partir de 2021	<u>Elia & Fluxys</u> : Maintien de la rémunération de la plus-value
Amortissements de la plus-value de réévaluation	Suppression à raison de c.16.7% par an à partir de 2029	Maintien	Maintien	<u>Elia</u> : la plus-value est réduite d'un montant annuel fixe (€25m), non-recouvrable, en échange d'une révision à la hausse de la rémunération des capitaux investis, d'incitants, et d'un markup sur le MOG <u>Fluxys</u> : amortissement selon les désaffectations, charge d'amortissement non-recouvrable

La proposition de méthodologie tarifaire pour la période 2025-2029 s'écarte des pratiques de marché en Belgique

Rémunération : Si certains régulateurs (CWAPE et VREG) ont pris la décision de supprimer progressivement la rémunération de la plus-value de réévaluation, ils l'ont fait sur deux périodes régulières (8 ou 10 ans) pour atténuer l'impact sur la capacité de financement du gestionnaire de réseau

Amortissement: La CREG et Elia se sont mis d'accord pour une suppression des coûts d'amortissement dans les revenus autorisés en échange d'une révision d'autres paramètres régulatoires pour compenser l'impact pour le gestionnaire de réseau (révision à la hausse de la rémunération des capitaux investis, introduction d'incitants et d'un markup)

Contrairement à Brugel, aucun autre régulateur belge (CWAPE, VREG ou CREG) ne planifie de supprimer à la fois l'amortissement de la plus-value de réévaluation, et sa rémunération

Sources: Brugel, CWAPE, CREG, VREG

La proposition de méthodologie tarifaire est contradictoire avec la position défendue par le régulateur pour la période 2020-2024

Commentaires

- La proposition de méthodologie tarifaire pour la période 2025-2029 semble contradictoire avec la position défendue par le régulateur bruxellois pour la période 2020-2025
- Dans un rapport qui justifie la décision de Brugel pour la précédente période tarifaire, le régulateur souligne qu'il n'a jamais jugé opportun de rejeter l'amortissement de la plus-value de réévaluation et relève, sur base d'une étude réalisée par le CEER, qu'il est fréquent que l'amortissement ne se base pas exclusivement sur la valeur historique mais sur une valeur réévaluée ou un mix des deux
- Par ailleurs, Brugel reconnaît que bien qu'il ne s'agisse pas d'une charge décaissée, « l'amortissement de la plus-value doit être perçu comme un moyen mis à disposition du GRD pour être en mesure de couvrir des coûts futurs ». Nous partageons ce point de vue. L'amortissement doit permettre au gestionnaire de réseau d'investir dans le renouvellement de sa base d'actif; ce qui est bien le cas avec l'amortissement de la plus-value de réévaluation qui ne peut être distribué aux actionnaires
- Enfin, Brugel conclut en soulignant la cohérence de sa décision par rapport aux périodes tarifaires antérieures. Nous partageons également ce point de vue. Il est de l'intérêt de toutes les parties prenantes d'avoir un cadre réglementaire stable et prévisible

Source: Brugel

Motivations de la méthodologie tarifaire 2020-2024 par Brugel

« Pour la période tarifaire 2015-2019, compte tenu des prescriptions de la méthodologie tarifaire en matière de couverture des coûts induite par l'amortissement de la plus-value de réévaluation il n'a jamais paru opportun de recommander le rejet de ces coûts au cours de la période tarifaire.

L'étude du CEER « CEER Report on Investment Conditions in European Countries » publiée en janvier 2018 présente les valeurs (historiques et/ou réévaluées) à partir desquelles les amortissements sont calculés. La liste ci-dessous est non exhaustive et présente certains pays qui ne basent pas leurs amortissements sur la valeur historique :

- République Tchèque : Une réévaluation de l'amortissement est prise compte car la valeur historique n'est pas suffisante pour couvrir les besoins en investissement de remplacement.
- Allemagne : L'amortissement est mesuré sur un mix entre valeur historique et valeur réévaluée.
- Finlande : L'amortissement est mesuré sur la valeur de remplacement du réseau.
- Italie : L'amortissement est mesuré sur base de la valeur réévaluée.
- Pays-Bas : L'amortissement est mesuré sur base de la valeur historique corrigée par l'inflation.
- Grande-Bretagne : L'amortissement est mesuré sur base de la valeur réévaluée.

Le CEER stipule que l'amortissement devrait permettre au GRD de couvrir les coûts d'investissement de remplacement sur la durée de vie économique de l'actif. Le CEER conclut en disant que l'amortissement peut être basé sur la valeur historique ou la valeur réévaluée ou un mix des deux. En pratique, la majorité des régulateurs acceptent un amortissement mesuré de la même manière que la RAB.

Bien que partant d'une charge non décaissée, l'amortissement de la plus-value doit être perçu comme un moyen mis à disposition du GRD pour être en mesure de couvrir des coûts futurs.

Ceci soutient également une cohérence avec les décisions prises lors des périodes tarifaires précédentes. »

Source: Méthodologie 2020 - 2024 - Partie 3 - Motivations de la méthodologie - Gaz (pages 9 et 10)

La VREG a reconnu qu'il était préférable d'étendre la suppression progressive de la rémunération de la plus-value de réévaluation sur deux périodes réglementaires. Le traitement réglementaire de l'amortissement est, quant à lui, renforcé



Commentaires

Motivations de la méthodologie tarifaire 2021-2024 par la VREG

- **Rémunération de la plus-value de réévaluation:** La position initiale de la VREG consistait à supprimer la rémunération de la plus-value de réévaluation sur une seule période réglementaire. Après consultation avec les diverses parties prenantes, la VREG est revenue sur sa position et a reconnu qu'il était préférable d'étendre cette suppression sur deux périodes réglementaires plutôt qu'une seule pour atténuer l'impact sur la capacité de financement du GRD
- **Amortissement de la plus-value de réévaluation:** Pour la période 2021-2024, la VREG a confirmé qu'elle n'avait pas l'intention de remettre en question l'amortissement de la plus-value de réévaluation dans le calcul du tarif. Au contraire, le traitement réglementaire de l'amortissement de la plus-value est plus favorable que précédemment car il est dorénavant considéré comme un coût exogène qui est pleinement reflété dans les tarifs alors qu'il était précédemment considéré comme un coût endogène

Concernant la rémunération de la plus-value de réévaluation:

“De VREG erkent dat een afbouw van de kapitaalkostvergoeding voor herwaarderingsmeerwaarden over de betreffende reguleringsperiode de financieringswijze van de distributienetbeheerder kan beïnvloeden. Gezien het belangrijkste deel van de externe financieringsbronnen van de distributienetbeheerders onder de werkmaatschappij Fluvius System Operator cvba in de volgende reguleringsperiodes op hun vervaldatum komen, wil de VREG de afschaffing van de kapitaalkostvergoeding op de herwaarderingsmeerwaarden meer geleidelijk toepassen t.o.v. zijn geconsulteerde voorstel, namelijk over twee in plaats van één regulatoire periode. Op deze manier zouden de distributienetbeheerders in staat kunnen zijn om op het moment dat de externe financieringsbronnen op hun vervaldatum komen beter te anticiperen op de nieuwe werkwijze van de VREG. Deze nieuwe werkwijze zou de distributienetbeheerders moeten toelaten om o.a. inspanningen m.b.t. behoud of versterking van de kredietwaardigheid te leveren.”

Concernant l'amortissement de la plus-value de réévaluation:

« In het voorstel van tariefmethodologie 2021-2024 wordt de doorrekening van deze waarde in de tarieven (via de jaarlijkse afboekingen) zelfs meer gegarandeerd tegenover vroeger (geconsulteerde hoofdtekst tariefmethodologie par. 5.5.4.2.1). De afboekingskosten worden heden nog meegenomen in de benchmarking van de endogene kosten tussen distributienetbeheerders en hun volledige tarifaire recuperatie is daardoor meer onzeker. De aangepaste tariefmethodologie is in dit opzicht een verbetering voor de distributienetbeheerder.

De afschrijvingen op herwaarderingsmeerwaarden worden in 2021-2024 zoals exogeen benaderd, wat minder risico geeft voor de distributienetbeheerder.“

Source: VREG - Consultatieverslag (13/08/2020) - Over de consultatie CONS-2020-03 met betrekking tot het ontwerp van tariefmethodologie voor de reguleringsperiode 2021-2024

La CWaPE prévoyait initialement de supprimer la rémunération sur une période de 5 ans mais est revenu sur sa décision pour éviter une réduction brutale de la marge équitable. Elle confirme le maintien de l'amortissement de la plus-value



Commentaires

Motivations de la méthodologie tarifaire 2025-2029 par la CWaPE

- **Rémunération de la plus-value de réévaluation:** à l'instar de la VREG, la position initiale de la CWaPE consistait à supprimer la rémunération de la plus-value de réévaluation sur une seule période réglementaire. Après consultation avec les diverses parties prenantes, la CWaPE a reconnu qu'il était préférable d'étendre cette suppression sur deux périodes réglementaires pour atténuer l'impact sur la capacité de financement du GRD
- **Amortissement de la plus-value de réévaluation:** la CWaPE a confirmé qu'elle n'avait pas l'intention de remettre en question l'amortissement de la plus-value de réévaluation dans le calcul du tarif

« La CWaPE a toutefois tenu compte dans la présente méthodologie tarifaire de ces réalités historiques en étendant la période de dégressivité de 5 ans (initialement proposée dans le projet de méthodologie tarifaire 2024-2028 du 31 mai 2022) à 10 ans, et applique donc un CMPC qui diminue de 1/10 par an au lieu de 1/5 sur 2026-2029 »

« Cette correction se fera de manière progressive plutôt qu'en une fois dès 2025, afin d'éviter une réduction brutale de la marge équitable calculée sur la plus-value de réévaluation et de laisser le temps au GRD de s'adapter aux changements dans le flux de cash flows perçu sur la plus-value de réévaluation.

Par contre, au cours de la présente période réglementaire, les GRD pourront continuer à intégrer dans leur revenu autorisé, la désaffectation annuelle de 2% de la plus-value iRAB ainsi que les éventuelles charges de désaffectation de la plus-value indexation historique »

Source: Décision CD-23e31-CWaPE-0773 - Motivation de la méthodologie tarifaire applicable aux gestionnaires de réseau de distribution d'électricité et de gaz actifs en région wallonne pour la période réglementaire 2025-2029 - 31/05/2023

Contrairement aux régulateurs régionaux, le régulateur fédéral a maintenu la rémunération sur la plus-value de réévaluation, mais supprimé son amortissement des revenus autorisés

CREG

	2008-2011	2012-2015	2016-2019	2020-2023	2024-2027
Rémunération de la plus-value de réévaluation	Maintien de la rémunération de la plus-value				
Amortissement de la plus-value de réévaluation	<ul style="list-style-type: none"> La plus-value de réévaluation est amortie en une fois lorsque l'actif sous-jacent est mis hors service La charge d'amortissement qui s'y réfère est répercutée dans les tarifs 	<ul style="list-style-type: none"> La plus-value de réévaluation est amortie en une seule fois lorsque l'actif sous-jacent est mis hors service La charge d'amortissement qui s'y réfère n'est pas intégrée dans les tarifs 	<ul style="list-style-type: none"> Pour Elia, la plus-value de réévaluation est amortie linéairement de €25m/an. Pour Fluxys, la plus-value de réévaluation est amortie en une fois lorsque l'actif sous-jacent est mis hors service Pour les deux GRTs, la charge d'amortissement liée à la plus-value de réévaluation n'est pas intégrée dans les tarifs 		

Amortissement de la plus-value:

- Historiquement, la plus-value de réévaluation d'Elia et Fluxys était amortie en une fois, lorsque l'actif sous-jacent était mis hors service, et la charge d'amortissement qui y était liée était reflétée dans les revenus autorisés du GRT
- Depuis 2016, la charge d'amortissement liée à la plus-value de réévaluation est exclue des revenus autorisés dans le cadre d'un accord entre la CREG et les GRTs. Afin de permettre à Elia de compenser la perte sur la rémunération effective des capitaux investis, cet accord comprend également les éléments suivants: i) des paramètres dans la rémunération des capitaux plus favorables (bêta revu à la hausse, introduction d'une prime d'illiquidité etc.); ii) l'introduction de nombreux incitants (efficacité, intégration des marchés, programme d'investissement, innovation, disponibilité des réseaux, discrétionnaire...); iii) la rémunération à travers un markup pour certains investissements tel que le MOG. Elia, dans ses communications avec les investisseurs, estime que les points (ii) et (iii) se traduisent en un rendement des fonds propres supplémentaire de c. 1.6% (voir page suivante)
- Depuis 2020, la CREG et Elia se sont accordés sur le remplacement de la méthode d'amortissement de la plus-value de réévaluation par un montant forfaitaire annuel de €25m. Cet accord ne s'applique pas à Fluxys

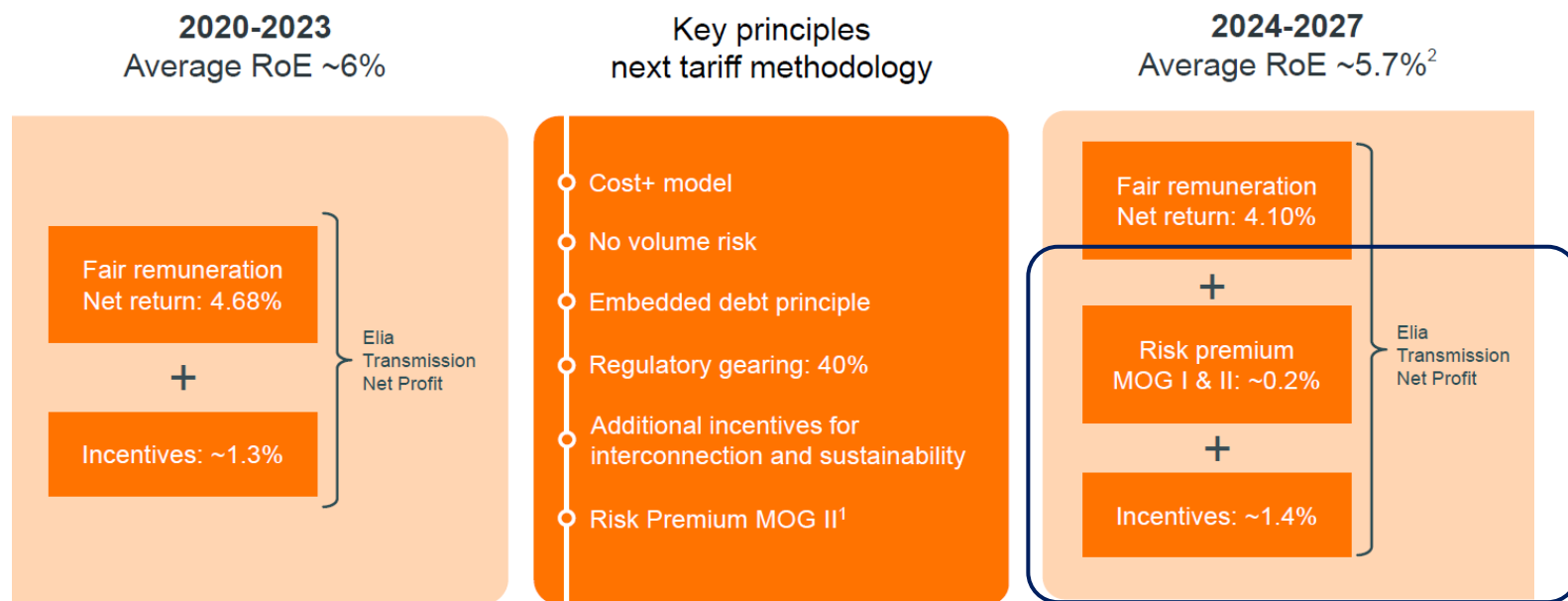
Rémunération de la plus-value:

- La CREG a maintenu la rémunération de la plus-value pour Elia et Fluxys

Source: CREG

Dans le cadre de la suppression de l'amortissement de la plus-value, Elia a bénéficié de l'ajout de plusieurs incitants qui se traduisent en une rémunération supplémentaire des fonds propres de l'ordre de 1.6%

2.2 Belgium: Cost+ model



1. MOG II refers to the Energy Island in the North Sea.
 2. Based on the parameters described in the methodology published on 4 July 2022, average RoE is based on BEGAAP figures.

- Elia, bénéficie d'incitants qui augmentent sa rémunération sur fonds propres de l'ordre de 1.4% et d'une prime de risque de 0.2% relative à construction du MOG
- Elia considère ces incitants comme relativement certains et intègre ceux-ci dans sa communication lors des roadshows auprès des investisseurs

Source: Elia

A l'échelle européenne, le rapport du Council of European Regulators observe que la moitié des pays étudiés ne calcule pas la RAB exclusivement sur base de la valeur historique des actifs



Commentaires

- Le rapport du CEER observe que la moitié des pays étudiés ne calcule pas la RAB exclusivement sur base de la valeur historique des actifs
- La réévaluation d'actifs permet de mieux représenter la juste valeur des actifs; elle permet également de compenser le gestionnaire de réseau pour la perte de valeur liée à l'inflation

Evolution du traitement réglementaire de la plus-value de réévaluation

« In electricity and gas TSO and DSO regulation, about half of the surveyed countries do not base the RAB exclusively on the historical value of assets.[...]»

Re-valuation of assets was conducted in many countries following the unbundling of vertically integrated companies where separate network companies were established. [...]

The method of valuation of the RAB using historical costs is applied in regulatory regimes where the assets of regulated companies were not re-evaluated, or in regimes where NRAs keep a regulatory database of the historical values of the assets. [...]

The re-valuation of fixed assets is a technique that may be required to accurately describe the true value of the capital goods a business owns. [...]

As the historical costs do not reflect a decrease in the real value of the assets caused by inflation, some NRAs use the indexed historical cost method. [...]

Source: Incentive Regulation and Benchmarking Work Stream - Ref: C22-IRB-61-03 - 19 January 2023

De nombreux pays n'utilisent pas exclusivement la méthode du coût historique pour estimer la valeur de la base d'actifs. C'est notamment le cas de la Grande Bretagne, l'Italie, la Lettonie, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Hongrie, la Suède, l'Islande, l'Irlande, la France, l'Ukraine...

Disclaimer

Cette présentation (la « Présentation ») est fournie par Tandem Capital Advisors (« TCA ») à l'usage exclusif du destinataire dans le cadre de l'affaire ou de la transaction éventuelle à laquelle le présent document se rapporte. Les considérations proposées dans la présentation sont à des fins de discussion seulement et ne peuvent être utilisées à d'autres fins sans le consentement écrit préalable de TCA. Cette présentation est incomplète sans référence à l'exposé oral fourni par TCA et ne doit être considéré qu'en conjonction avec celle-ci.

La Présentation est strictement confidentielle et est la propriété exclusive de TCA; elle ne peut en aucun cas être copiée, reproduite, distribuée, utilisée ou transmise, en tout ou en partie, à d'autres parties sans le consentement écrit et préalable de TCA.

La présentation a été préparée sur la base d'informations accessibles au public. Ces informations, qui ne prétendent pas être complètes, n'ont pas été vérifiées de manière indépendante quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité par TCA. La présentation ne constitue pas un audit ou un examen de diligence raisonnable et ne doit pas être interprétée comme telle. Elle ne prétend pas non plus donner de conseils juridiques, fiscaux ou financiers.

Les informations contenues dans cette présentation reflètent les conditions économiques, réglementaires et autres en vigueur et les points de vue de TCA à cette date, qui sont tous sujets à changement. TCA n'a aucune obligation de mettre à jour, de réviser ou de confirmer cette Présentation ou les informations qui y sont fournies.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas d'intention ou de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par TCA ou par l'un de ses administrateurs ou employés en ce qui concerne ou en relation avec la Présentation ou les informations qu'elle contient ou constituant la base de cette Présentation ou pour toute confiance accordée à la Présentation par quelque personne que ce soit. En particulier, mais sans préjudice de la généralité de ce qui précède, aucune représentation ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, cibles, estimations ou prévisions futures contenues dans la Présentation.

Cette présentation ne constitue pas une offre ou une invitation à la vente ou à l'achat d'actions, de titres ou de toute entreprise ou actif qui y est décrit.