

Position AMF n° 2006-17 Notion de prévisions de bénéfice

Texte de référence : Règlement CE n° 809/2004 du 29 avril 2004 annexe 1 § 13 / annexe 4 § 9 / annexe 9 § 8 / annexe 10 § 13 / annexe 11 § 8

L'AMF demande aux émetteurs d'appliquer les précisions figurant dans le rapport du groupe de place¹ reproduit ci-après.

Mise en œuvre du règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004 concernant les informations contenues dans un prospectus - Précisions relatives à la notion de prévisions

La mise en œuvre du règlement européen n° 809/2004 du 29 avril 2004 pris en application de la directive Prospectus (le "Règlement européen") a soulevé de nombreuses questions de la part des émetteurs sur le traitement des prévisions de bénéfice.

En effet, le Règlement européen donne une définition potentiellement très large des prévisions de bénéfice et exige, lorsqu'un émetteur choisit d'inclure une prévision de bénéfice dans un prospectus, la description des hypothèses sous-jacentes ainsi qu'un rapport des contrôleurs légaux attestant que ces prévisions ont été établies sur la base des hypothèses indiquées et que les méthodes comptables utilisées sont conformes aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur pour l'établissement de ses comptes.

Pour rappel, le Règlement européen définit une prévision de bénéfice comme « *une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimum ou maximum correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot "bénéfice" employé* ».

Les recommandations publiées par le CESR sur la mise en œuvre du Règlement européen précisent en outre que, dans le cadre d'une offre d'actions, les prévisions qui ont été rendues publiques par l'émetteur sont présumées constituer des informations significatives qui doivent être réintégrées dans le prospectus².

S'agissant de la définition des prévisions de bénéfice, l'Autorité des marchés financiers a identifié, en concertation avec les associations professionnelles, des critères d'analyse afin de déterminer dans quels cas des informations financières prospectives constituent des prévisions de bénéfice au sens du Règlement européen.

L'Autorité des marchés financiers souhaite, enfin, rappeler que les émetteurs restent, à tout moment, soumis à l'obligation d'information permanente du public notamment en cas de changement significatif concernant des informations déjà rendues publiques³. En matière d'informations financières prospectives, les émetteurs se référeront aux travaux du groupe de travail présidé par Jean-François LEPETIT sur les avertissements sur résultats afin d'assurer une information rapide et satisfaisante du marché.

¹ Un groupe de place a été constitué par l'AMF en novembre 2005 afin de réfléchir à la définition des prévisions de bénéfice. Ce groupe comprenait des représentants de la CNCC, de l'AFEI, de l'AFEP et du MEDEF.

² Dans ses recommandations de février 2005 (CESR/05-054b), le CESR précise que, lorsqu'un émetteur a publié des prévisions de résultat par un autre biais qu'un précédent prospectus, il doit, en cas d'opération, s'interroger sur la validité et le caractère significatif de ces prévisions et décider s'il convient de les réintégrer dans le prospectus établi pour l'opération. Le CESR estime que lorsque l'opération porte sur des titres de capital, les prévisions données par l'émetteur sont présumées significatives.

³ Article 222-6 du règlement général de l'AMF.

A - Conclusions du groupe de travail

L'Autorité des marchés financiers, en concertation avec la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, l'Association française des entreprises d'investissement, l'Association française des entreprises privées et le MEDEF, a constitué un groupe de travail chargé d'analyser les notions de « prévisions » et de « tendances » contenues dans le règlement européen n° 809/2004 sur les prospectus (le « Règlement européen »), compte tenu des difficultés d'interprétation que soulevaient ces termes.

I. Introduction

La communication financière des sociétés voit, depuis l'entrée en vigueur du Règlement européen, réglementer la définition et les conditions de publication d'une prévision. Pour la première fois, une définition réglementaire de l'information prévisionnelle est ainsi donnée à travers la notion de « prévision de bénéfice ». La notion de « tendance » est, pour sa part, précisée.

On constate que dans différentes circonstances, les émetteurs publient fréquemment des informations financières prospectives pouvant se décliner sous différents vocables communément utilisés (objectifs, perspectives d'avenir, tendances, etc.).

Ces informations financières prospectives ne sont pas remises en cause mais se trouvent, au regard de la définition large d'une prévision figurant dans le Règlement européen, susceptibles d'être requalifiées en « prévision de bénéfice », ce qui entraîne certaines conséquences.

L'objectif du groupe de travail a été d'apporter des précisions pour la mise en œuvre harmonisée de ces concepts en proposant une approche méthodologique appuyée par des critères d'analyse afin de déterminer dans quelles circonstances les informations prospectives publiées par les émetteurs constituent des prévisions de bénéfice au sens du Règlement européen.

L'AMF a volontairement limité sa démarche aux prévisions s'inscrivant dans le cadre de l'établissement d'un prospectus. La prévision de bénéfice qui pourrait par ailleurs être fournie dans un document de référence, n'est pas abordée dans le présent document, dans la mesure où le Règlement européen ne traite pas du document de référence.

La démarche suivie concerne donc des informations financières prospectives publiées par les émetteurs dans le cadre d'un prospectus.

Le présent document n'aborde pas non plus le sujet des estimations de bénéfices, ce point ayant déjà fait l'objet d'une recommandation de l'AMF parue dans sa revue mensuelle d'octobre 2004⁴. Rappelons que s'agissant d'un prospectus, l'article 2.11 du Règlement européen précise qu'une « estimation du bénéfice » est une prévision du bénéfice qui concerne le bénéfice d'un exercice clos et pour lequel le résultat n'a pas encore été publié. Alors qu'une prévision de bénéfice est par nature incertaine, dans la mesure où (1) certains événements peuvent ne pas être anticipés du tout ou ne pas se produire tels qu'on les anticipait ou (2) les actions effectives de la direction peuvent différer de ses intentions d'origine, le degré d'incertitude attaché à une estimation de résultat est bien moindre. Les estimations de bénéfice sont en fait des informations historiques, puisqu'elles portent sur une période close, et ne sont pas *stricto sensu* sous-tendues par des hypothèses dont la réalisation effective conditionne le niveau de résultat comme le sont les prévisions de bénéfice. Si un émetteur décide de donner une « estimation du bénéfice », il sera tenu d'énoncer non pas les principales hypothèses mais la base sur laquelle elle a été établie, dans le respect des recommandations de l'AMF relatives aux communications portant sur des données financières estimées, et d'obtenir un rapport de ses contrôleurs légaux concluant sur le fait que « l'estimation de bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée ».

⁴ Revue mensuelle d'octobre 2004

II. Présentation de la problématique des prévisions et des objectifs

La définition donnée par le Règlement européen soulève plusieurs questions au regard de la pratique de communication existant en France, définie notamment par le rapport du groupe de travail sur les « avertissements sur résultats » présidé par Monsieur LEPETIT et rendu public en avril 2000.

Jusqu'à présent, seul le rapport de ce groupe de travail avait proposé une définition officielle des « prévisions », moins large que celle du Règlement européen, et avait précisé le concept « d'objectifs », qui ne figure pas dans le texte européen.

Ce rapport précisait que : *« les prévisions sont les résultantes, chiffrées, d'études visant à déterminer un ensemble de grandeurs relatives à une période future (appelées hypothèses). Ces études reposent le plus couramment sur des techniques de modélisation économétrique prenant en compte des hypothèses et l'analyse des données historiques. Plus l'horizon de la prévision est long, plus grand est le caractère spéculatif des hypothèses retenues.*

Pour les entreprises, les prévisions couvrent généralement le court terme (on parle aussi de projections) ou le moyen terme. En matière financière, les prévisions combinent des hypothèses macro- et micro-économiques (par exemple, inflation, taux d'intérêt, prix des matières premières, etc.) et des ratios propres à l'entreprise (par exemple, coût des ventes/chiffre d'affaires). Bien qu'elles puissent également être exprimées sous forme narrative, les prévisions financières à court et moyen termes sont souvent présentées sous la forme de comptes prévisionnels, qui peuvent être aussi détaillés que les comptes annuels, ou plus synthétiques ».

Compte tenu du fait que certains émetteurs publiaient également des « prévisions », le rapport avait conclu qu'il était souhaitable de préciser dans la communication des entreprises la nature exacte des informations prospectives données, ainsi que les éléments explicatifs qui accompagnent la publication de « prévisions » et le degré de validation par les contrôleurs légaux.

Il était également précisé la nécessité d'établir des règles pour la mise à jour des informations lorsque des « prévisions » avaient été publiées et n'étaient plus le reflet des attentes des dirigeants.

Le concept « **d'objectifs** », quant à lui, avait été défini ainsi lors des travaux du groupe de travail LEPETIT en avril 2000 : *« les objectifs traduisent de façon chiffrée et synthétique les effets attendus de la stratégie arrêtée par les organes dirigeants, que ce soit en termes commerciaux (par exemple : part de marché ou croissance du chiffre d'affaires...) ou en termes financiers (par exemple : retour sur capitaux engagés, résultat par action...). Ils expriment donc des buts que les responsables de l'entreprise se sont fixés en fonction de leur anticipation des conditions économiques prévalentes, souvent exprimées de façon normative, et des moyens qu'ils ont décidé de mettre en oeuvre. Ils peuvent être à long terme ou à court terme (objectifs opérationnels à échéance rapprochée nécessaires pour mettre en oeuvre la stratégie) et sont habituellement traduits dans un plan d'action (ou « business plan ») pluri-annuel, qui peut lui-même se décliner en plans annuels dont les aspects financiers seront traduits en budgets »*⁵

Ainsi, avec l'entrée en vigueur du Règlement européen, une nouvelle terminologie prévaut désormais et il convient d'apprécier la portée des changements apportés par le Règlement européen. Désormais, la notion de prévision de bénéfice se distingue de la notion de tendances, étant rappelé que le point 8 des considérants du règlement souligne, quant à la divulgation de prévision de bénéfice dans un document d'enregistrement, *« qu'il ne devrait pas y avoir de confusion possible avec la publicité de tendances connues ou d'autres données factuelles ayant une incidence importante sur les perspectives de l'émetteur. En outre, il convient de motiver toute modification de la politique de divulgation des prévisions du bénéfice lors de l'établissement d'un supplément à un prospectus existant ou d'un nouveau prospectus ».*

⁵ Les mots en gras ont été ainsi mis en évidence pour les besoins de la démarche, alors qu'ils sont en maigre dans le rapport.

La question se pose donc de savoir comment la définition des objectifs du rapport LEPETIT s'articule avec celles du Règlement européen et si le concept d'objectif trouve toujours à s'appliquer.

Ainsi, les émetteurs souhaitant communiquer sur des « objectifs » devront se poser la question de savoir si au delà de la terminologie choisie par eux, des objectifs figurant dans un prospectus ne pourraient pas être considérés comme une prévision de bénéfice, lorsque les éléments fournis permettent de déterminer un « *niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants* » ou si « *les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés* » sur cette base.

Les objectifs faisant l'objet d'une communication des émetteurs ne constituent souvent pas une véritable prévision de bénéfice.

Cependant, dans le cas où des informations dénommées « objectifs » répondraient en réalité à la définition d'une prévision de bénéfice au sens du Règlement européen, l'émetteur serait alors tenu par le Règlement européen d'énoncer ses principales hypothèses sous jacentes et d'inclure un rapport de ses contrôleurs légaux dont les termes de la conclusion sont fixés par le Règlement européen. En cas d'absence ou d'insuffisance d'énonciation des principales hypothèses, les contrôleurs légaux des comptes seraient dans l'impossibilité de conclure sur le fait que la prévision de bénéfice a été « adéquatement établie » sur la base indiquée.

Au regard de la problématique évoquée ci-dessus, le groupe de travail a approfondi le contenu de la « prévision de bénéfice » et des « tendances » en les distinguant des concepts d'« objectifs » et de « perspectives d'avenir ». En outre, le groupe de travail a précisé les informations nécessaires à l'énoncé des hypothèses et a élaboré une liste de critères d'analyse qui pourrait être appliquée afin de déterminer si des informations prospectives constituent ou non une prévision de bénéfice lorsque ces informations sont publiées dans le cadre des schémas de document d'enregistrement du Règlement européen.

II. Commentaires sur les définitions et exigences du Règlement européen

a) Les exigences du Règlement européen

Le Règlement européen, définit depuis le 1^{er} juillet 2005 l'information à présenter dans le prospectus.

Ce règlement impose une information sur les tendances mais laisse à l'émetteur l'initiative de communiquer une prévision de bénéfice.

Concernant les tendances⁶, la rubrique 12 de l'annexe I du Règlement européen demande à l'émetteur qui établit un prospectus « *d'indiquer les principales tendances ayant affecté la production, les ventes et les stocks, les coûts et les prix de vente depuis la fin du dernier exercice jusqu'à la date du document d'enregistrement* » et de « *signaler toute tendance connue, incertitude ou demande ou tout engagement ou événement raisonnablement susceptible d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur, au moins pour l'exercice en cours.* »

Concernant la prévision de bénéfice, la rubrique 13 de l'annexe I précise pour sa part que :

« Si l'émetteur choisit d'inclure une prévision ou une estimation du bénéfice dans le document d'enregistrement, celui-ci doit contenir une déclaration énonçant les principales hypothèses sur lesquelles l'émetteur a fondé sa prévision ou son estimation (...), un rapport élaboré par des comptables ou des contrôleurs légaux indépendants, stipulant que, de l'avis de ces comptables ou contrôleurs légaux indépendants, la prévision ou l'estimation du bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée et que la base comptable utilisée aux fins de cette prévision ou estimation est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur. »

⁶ Les émetteurs sont invités à se référer aux différentes annexes du Règlement européen afin de connaître les informations minimales à présenter, adaptées à la nature spécifique des différents types d'émetteurs et/ou des différentes catégories de valeurs mobilières concernés.

La prévision ou l'estimation du bénéfice doit être élaborée sur une base comparable aux informations financières historiques.

Si une prévision du bénéfice a été incluse dans un prospectus qui est toujours pendant, fournir une déclaration indiquant si cette prévision est, ou non, encore valable à la date du document d'enregistrement et, le cas échéant, expliquant pourquoi elle ne l'est plus. »

b) Les définitions

Les tendances, qui ne sont pas définies par le Règlement européen, se ventilent selon deux natures d'objet, puisque ces tendances doivent à la fois porter sur des informations à caractère historique récent (« depuis la fin du dernier exercice jusqu'à la date du document d'enregistrement ») et sur des informations à caractère prospectif susceptibles « d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur, au moins pour l'exercice en cours. »

Les tendances sur des informations à caractère historique ne soulèvent pas de problème particulier autre que celui de leur identification et de la description sincère de leurs impacts attendus. Concernant les tendances susceptibles d'influer sensiblement sur les perspectives de l'émetteur, elles devraient, selon le groupe de travail, être davantage exprimées en des termes généraux ou narratifs lorsqu'elles portent sur des grandeurs relatives au compte de résultat pour ne pas être confondues avec une prévision de bénéfice. Dans tous les cas elles ne devraient pas permettre de déterminer de manière suffisamment précise un niveau probable de résultat futur.

Le CESR a par ailleurs précisé à ce sujet « qu'en pratique, il existe souvent une distinction ténue entre ce qui constitue une prévision du bénéfice et ce qui constitue une information sur des tendances telle qu'elle est expliquée en détail dans la rubrique 12 de l'Annexe I du Règlement. Une discussion générale sur l'avenir ou les perspectives de l'émetteur fournie au titre de l'information sur les tendances ne constituera pas, en règle générale, une estimation ou une prévision du bénéfice. »

La prévision de bénéfice est, quant à elle, définie par le Règlement européen comme « une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimum ou maximum correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants, ou qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot "bénéfice" employé ».

Partant de cette définition, le groupe de travail a orienté ses réflexions en proposant une utilisation pratique de la définition et en précisant certaines notions comme celles de « profits et pertes ».

A la lecture du Règlement européen, on peut relever que cette définition oriente vers deux possibilités, à savoir que la prévision de bénéfice peut être :

- une séquence de mots qui énonce expressément ou indique implicitement un chiffre donné ou un chiffre minimum ou maximum correspondant au niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants,

Pour le groupe de travail, la notion de « profits ou pertes » devrait s'entendre non seulement du résultat net comptable, mais aussi d'un résultat d'exploitation ou opérationnel. Le résultat doit s'entendre d'un résultat consolidé, appréhendé au niveau global et non d'informations données le cas échéant au niveau des segments d'activité, sauf cas particulier où le résultat d'un segment ou la somme des résultats des segments communiqués, contribue à l'essentiel du résultat du groupe. Pour sa part, le CESR recommande d'ailleurs de communiquer sur la notion de « résultat avant impôt, en indiquant séparément tous les éléments non récurrents et les impôts s'il est prévu qu'ils soient anormalement faibles ou élevés. »

Le groupe de travail considère que l'émetteur peut choisir de communiquer une prévision de bénéfice après impôt en respectant la transparence de l'information quant au caractère habituel ou non de la charge d'impôts.

- *ou [une séquence mots] qui contient des données sur la base desquelles les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés, même si aucun chiffre particulier n'est indiqué, ni le mot « bénéfice » employé »*

De cette seconde approche très large, il découle qu'une information prospective pourra être considérée comme constitutive d'une prévision de bénéfice si, en combinaison avec d'autres informations prospectives publiées, elle permet de calculer un résultat futur, même dans les cas où l'émetteur n'aurait pas chiffré cette information. Par exemple, ce résultat peut être donné de manière indirecte s'il découle d'un chiffre d'affaires prévisionnel publié et si d'autres informations nécessaires au calcul du résultat futur ont été fournies par ailleurs par un émetteur, en particulier au titre des tendances.

A contrario, compte tenu notamment des tendances récentes indiquées par l'émetteur, un émetteur peut mentionner qu'une information financière prospective de ce type ne saurait constituer une prévision indirecte de bénéfice. Cette mention devra alors être explicite et informer le lecteur de l'impossibilité d'effectuer des extrapolations valides à partir des tendances indiquées et donc de calculer un résultat futur.

Si un émetteur a communiqué dans un précédent prospectus ou dans un autre document (Communiqué de presse, document de référence, présentation aux analystes, etc.) une information financière prospective susceptible d'être qualifiée de prévision de bénéfice, il devra s'interroger afin de déterminer si cette prévision est toujours valide et significative et décider s'il convient ou non de l'inclure dans le prospectus.

Le CESR⁷ considère qu'il existe une présomption qu'une prévision de bénéfice, publiée dans un document autre qu'un précédent prospectus, constitue une information significative pour le marché dans le contexte d'une émission d'actions.

Si l'émetteur considère après examen que cette prévision de bénéfice n'est plus valide, il devra clairement l'indiquer. A noter que les émetteurs ne sauraient communiquer ultérieurement sur cette même information financière prospective jugée non valide en la présentant à nouveau comme une prévision de bénéfice.

Dans le cas des groupes de sociétés, l'AMF rappelle que le CESR a précisé⁸ qu'un émetteur devra aussi évaluer les effets de l'acquisition d'une participation dans une société et d'une annonce de prévision de bénéfice effectuée par cette société sur sa propre situation financière et en rendre compte, comme il l'aurait fait si la prévision de bénéfice avait été faite par lui.

c) Les concepts voisins : Les objectifs et les perspectives d'avenir

Les « prévisions de bénéfice » et les « tendances » ont été repositionnées par rapport aux concepts « d'objectifs » et de « perspectives d'avenir », en raison notamment de l'obligation légale de fournir des informations sur les perspectives d'avenir dans le rapport de gestion.

Comme rappelé plus haut, le concept « **d'objectifs** » avait été défini lors des travaux du groupe de travail LEPETIT en avril 2000.

Le même rapport constatait que « *Le rôle généralement attribué aux dirigeants est de communiquer leurs orientations stratégiques, les plans d'action, et les objectifs financiers qu'ils se fixent comme résultat de cette stratégie. Ces objectifs sont généralement pluri-annuels et synthétiques (croissance du bénéfice par action, rentabilité des capitaux engagés, part de marché, etc.) et fondés sur des hypothèses normatives en matière d'environnement économique* ».

⁷ §44 des recommandations CESR de février 2005.

⁸ §46 des recommandations CESR de février 2005.

On constate que le concept d'objectifs ne figure pas dans le Règlement européen.

La pratique de la communication d'objectifs, telle qu'elle existait auparavant, doit être réexaminée à la lumière du Règlement européen. Les émetteurs souhaitant communiquer des « objectifs » au marché devront considérer que nonobstant la terminologie utilisée à cette occasion, des objectifs pourraient être considérés comme étant en réalité une prévision de bénéfice, si la combinaison des divers éléments fournis dans le cadre des schémas de documents d'enregistrement du Règlement Européen permet de déterminer un « *niveau probable des profits ou des pertes pour l'exercice en cours et/ou les exercices suivants* » ou si « *les profits ou les pertes futurs peuvent être calculés* ».

Le concept de « **perspectives d'avenir** » relève de l'information légale à fournir : le rapport de gestion⁹ doit « *exposer de manière claire et précise, l'activité de la société, et le cas échéant, de ses filiales au cours du dernier exercice écoulé, les résultats de cette activité, les progrès réalisés ou les difficultés rencontrées et les perspectives d'avenir* ».

Il n'est pas requis que des éléments chiffrés soient fournis dans le rapport de gestion au titre des perspectives d'avenir.

Les émetteurs devront par conséquent être attentifs à la formulation de la partie relative à la description des perspectives d'avenir dans le rapport de gestion, afin d'éviter une possible requalification en prévision de bénéfices.

III. Les autres points de réflexion du groupe de travail

L'AMF a souhaité souligner également deux autres points relatifs à l'énonciation des hypothèses sous-tendant les prévisions et au rapport du contrôleur légal, sans présager de la future norme professionnelle de la compagnie nationale des commissaires aux comptes.

a) L'énoncé des hypothèses

Le Règlement européen¹⁰ demande d'insérer « *une déclaration énonçant les principales hypothèses sur lesquelles l'émetteur a fondé sa prévision ou son estimation. Il convient d'opérer une distinction nette entre les hypothèses relatives à des facteurs que peuvent influencer les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance et les hypothèses relatives à des facteurs échappant totalement à leur influence. Ces hypothèses doivent, en outre, être aisément compréhensibles par les investisseurs, être spécifiques et précises et ne pas avoir trait à l'exactitude générale des estimations sous-tendant la prévision* ».

L'AMF souligne l'importance pour les émetteurs de disposer non seulement d'une documentation interne suffisamment étayée lors de l'établissement de la prévision de bénéfice, mais aussi d'effectuer une communication externe suffisante sur les principales hypothèses sous-tendant la prévision de bénéfice lors de sa diffusion.

Cette énonciation des principales hypothèses est nécessaire, au même titre que celle relative aux méthodes comptables utilisées, à la bonne compréhension de la prévision de bénéfice par les investisseurs. Elle permet aussi aux contrôleurs légaux d'exprimer leur avis sur le caractère « adéquatement établi sur la base indiquée » de la prévision de bénéfice.

L'énonciation des principales hypothèses n'implique ni une description développée de celles-ci, ni l'obligation de rendre public l'ensemble des hypothèses retenues

⁹ article D. 148-1 du décret de 1967.

¹⁰ Voir notamment article 13.1 de l'annexe 1 du règlement 809/2004.

b) Le rapport des contrôleurs légaux

Dès lors qu'une prévision de bénéfice est incluse dans un prospectus, le Règlement européen¹¹ prévoit l'établissement d'un « *rapport élaboré par des contrôleurs légaux indépendants [les commissaires aux comptes], stipulant que, de leur avis, la prévision de bénéfice a été adéquatement établie sur la base indiquée et que la base comptable utilisée aux fins de cette prévision est conforme aux méthodes comptables appliquées par l'émetteur* ».

L'intervention des contrôleurs légaux sur la prévision de bénéfice implique que ceux-ci examinent le processus d'établissement de la prévision de bénéfice et qu'ils s'assurent notamment :

- que les principales hypothèses retenues par l'émetteur sont effectivement énoncées ;
- que la prévision de bénéfice reflète bien les hypothèses énoncées ;
- que les calculs sont correctement effectués sur la base des hypothèses énoncées ;
- que les méthodes comptables utilisées pour l'établissement de la prévision de bénéfice sont conformes à celles suivies pour l'établissement des informations financières historiques de l'entité.

Si les principales hypothèses ne sont pas effectivement énoncées ou en l'absence de processus d'élaboration structuré de la prévision de bénéfice, les contrôleurs légaux pourraient être amenés à établir un rapport exprimant leur impossibilité de conclure sur le fait que « les prévisions ont été adéquatement établies sur la base indiquée ».

B- Les critères d'analyse définis par le groupe de travail de Place

Des critères d'analyse permettent de caractériser une prévision de bénéfice au sens du Règlement européen sur le prospectus.

Les critères proposés résultent d'une analyse qui a été structurée autour de trois axes : les indicateurs chiffrés de résultat, les mêmes indicateurs en y incluant l'horizon de temps et les informations présentées de façon purement narrative.

Il a été considéré que plus l'indicateur donné était proche du niveau de bénéfice, plus était forte la probabilité que cet indicateur soit considéré comme constitutif d'une prévision de bénéfice au sens du règlement européen.

I. Les indicateurs chiffrés de résultats

Les indicateurs chiffrés de performance issus des comptes (Marge nette, Résultats opérationnels, Résultat avant impôt, Résultat net) **seraient présumés** entrer dans la définition d'une prévision de bénéfice.

Par rapport à la définition du Règlement européen, certaines données publiées sont directement visées par la définition, d'autres le seraient indirectement si la combinaison avec d'autres données fournies par l'émetteur dans un prospectus permet de calculer un niveau probable de résultat futur.

Ainsi, deux sous-catégories peuvent être constituées :

1) Données considérées directement comme des prévisions de bénéfice

- Résultat opérationnel.
- Résultat d'exploitation.

¹¹ Voir article 13.2 de l'annexe 1 du règlement 809/2004.

- Résultat avant impôt.

2) Données comptables ou indicateurs financiers pouvant, sous certaines conditions, être considérés comme constitutifs d'une prévision indirecte de bénéfice

a) Certaines informations prospectives publiées dans un prospectus seraient considérées comme constitutives d'une prévision indirecte de bénéfice :

- Marge opérationnelle \Leftrightarrow Prévision, sauf si d'autres facteurs empêchent d'estimer le résultat.

- EBITDA, EBITDAR \Leftrightarrow Présomption de prévision. Ces indicateurs seront considérés comme une prévision de bénéfice dans la mesure où les charges relatives aux amortissements, aux dépréciations ou les charges financières peuvent être clairement déterminées au vu des autres éléments communiqués dans le cadre du schéma du document d'enregistrement. Cependant, l'émetteur pourra le cas échéant être en mesure d'expliquer qu'il n'est pas possible de déterminer sur cette base le niveau probable de résultat.

b) Certaines informations prospectives publiées dans un prospectus pourraient être considérées comme constitutives d'une prévision indirecte de bénéfice lorsque d'autres données fournies par l'émetteur dans ce cadre permettent par combinaison de calculer un niveau probable de résultat futur.

- Chiffre d'affaires prévisionnel : \Leftrightarrow N'est normalement pas une prévision de bénéfice sauf si d'autres facteurs publiés dans le prospectus permettent, en combinaison avec ce chiffre d'affaires, de calculer un niveau probable de résultat. Ainsi, un chiffre d'affaires prévisionnel constituera une prévision de bénéfice si des éléments historiques de structure du compte de résultat fournis dans le cadre du prospectus sont suffisamment récurrents et permettent, compte tenu des tendances qui sont mentionnées dans ce cadre, de calculer un niveau probable de résultat futur. La combinaison d'informations sur le chiffre d'affaires, la structure habituelle du compte de résultat et les tendances indiquées dans ce cadre (*en application de l'article 12.1 de l'annexe 1 du Règlement européen*) peut alors permettre au lecteur de procéder à une prévision de bénéfice, au sens de l'article 2.10 du Règlement européen.

Exemple :

Une société de location de parking, qui annonce un chiffre d'affaires prévisionnel et dont on peut facilement estimer, compte tenu des éléments historiques fournis par ailleurs, que les charges de fonctionnement sont quasiment fixes (*amortissement de l'immeuble, frais de gardiennage, etc.*) ou directement proportionnelles au chiffre d'affaires, pourra être considérée comme communiquant indirectement une prévision de bénéfice. En effet, le bénéfice pourra être estimé facilement compte tenu des données historiques supposées récurrentes, notamment en l'absence d'inversion signalée des tendances.

A l'inverse, dans une société informatique SSII, l'annonce d'un chiffre d'affaires prévisionnel ne pourrait, par exemple, pas être considérée comme une prévision de bénéfice, compte tenu de la nature fluctuante de son activité (diversité des contrats unitaires, taux de marge par contrats variables, etc.) ayant pour conséquence une marge historique irrégulière.

- Taux de rentabilité¹² ou taux de marge d'exploitation ou opérationnelle \Leftrightarrow Prévision de bénéfice, si d'autres facteurs permettent de calculer le niveau probable de résultat futur (par exemple, si la base à laquelle s'applique le taux est communiquée par ailleurs).

- CAF¹³ \Leftrightarrow Cet indicateur est généralement calculé à partir du résultat net ou de l'EBE. Cette information sera considérée comme une prévision de bénéfice si des éléments permettant de déterminer le niveau probable de résultat, à partir de la CAF, sont donnés dans le prospectus.

¹² Taux de rentabilité : Correspond au rapport du résultat net ou résultat courant sur capitaux propres.

¹³ Capacité d'auto financement.

- *Cash flows* libres ⇔ Préviation, si les éléments permettant d'en tirer le niveau probable de résultat sont donnés dans le prospectus.
- ROE¹⁴, ROCE¹⁵ ⇔ Préviation, si les bases de référence historiques ou prévisionnelles connues par ailleurs dans le prospectus permettent de calculer le résultat.
- Dividendes envisagés ⇔ Préviation s'il est indiqué que le « *pay out ratio* historique», par ailleurs constant, serait maintenu.

II. Les informations financières prospectives et l'horizon de temps

L'échelle de temps devrait également être prise en considération pour distinguer la prévision de bénéfice des autres informations financières prospectives.

D'une façon générale, les informations prospectives concernant un horizon éloigné seront habituellement considérées avec plus de réserve par le lecteur en raison des aléas qui en réduisent la probabilité. Ainsi, plus l'horizon de ces informations est lointain, moins il est possible de déterminer un niveau **probable** de résultat.

A contrario, plus les informations prospectives concernent un horizon proche, plus le lecteur est fondé à les considérer comme raisonnablement réalisables.

L'analyse réalisée sur l'horizon de temps s'articule de la façon suivante :

Lorsque l'émetteur déclare les informations financières prospectives comme une prévision de bénéfice ou si les informations données correspondent à des données considérées directement comme une prévision de bénéfice comme au paragraphe 1) du point I, l'émetteur devra énoncer les principales hypothèses sous-jacentes et obtenir un rapport de ses contrôleurs légaux.

Lorsque l'émetteur communique des informations financières prospectives telles qu'énoncées au paragraphe 2 du point I, l'analyse à mener sera la suivante :

- Information donnée sur l'exercice en cours N

Une information financière prospective donnée à une date *n* et concernant l'exercice en cours (*exercice N*) **devrait être considérée comme une prévision** indirecte de bénéfice au sens du Règlement européen, si, compte tenu des informations fournies dans le cadre d'un prospectus et des tendances qui y sont mentionnées, la donnée financière en question permet de déterminer le niveau probable de résultat

- Information donnée concernant l'exercice N+1

Une information financière prospective donnée à une date *n* concernant l'exercice **N+1 devrait être considérée comme une prévision** indirecte de bénéfice au sens du Règlement européen, si, compte tenu des informations fournies dans le cadre du prospectus et des tendances qui y sont mentionnées, la donnée financière en question permet de déterminer le niveau probable de bénéfice. L'émetteur pourrait, cependant, indiquer, en le justifiant, que ces informations ne peuvent pas être utilisées pour établir une telle prévision. A noter cependant que plus l'information donnée à une date *n* est proche de la date de clôture N+1, plus il doit être considéré que la présomption de prévision de bénéfice existe.

- Information donnée en *n* et concernant un exercice au-delà de N+1

¹⁴ Return on Equity.

¹⁵ Return On Capital Employed.

Une information financière prospective donnée à une date *n* et **concernant l'exercice N+2 ou un horizon plus lointain ne serait considérée comme une prévision** que si les informations historiques fournies par ailleurs permettent, compte tenu des tendances qui sont mentionnées, de calculer le niveau probable de résultat futur par extrapolation. L'émetteur pourra cependant indiquer que ces informations ne peuvent être utilisées pour établir une telle prévision.

III. Les informations données sous forme narrative et explicite

Les phrases suivantes confirment l'atteinte ou le dépassement à la hausse ou à la baisse d'un seuil historique connu, mais ne peuvent habituellement pas être considérées comme donnant un niveau probable de résultat **suffisamment précis** :

- « Le résultat sera / devrait être en amélioration [notable, sensible, forte, modérée] »
- « Le résultat sera / devrait être en baisse [notable, sensible, forte, modérée] »

Ces phrases ne doivent être considérées comme fournissant une prévision de bénéfice que s'il est possible de connaître le niveau probable de résultat en utilisant d'autres informations chiffrées tirées du prospectus.

A noter cependant, que pour les sociétés rencontrant ou ayant rencontré dans le passé des difficultés financières, les phrases suivantes, présentées à titre d'exemple, **seront considérées comme une prévision de bénéfice** si l'horizon de temps est précisé et compte tenu de l'impact que ce type d'information est susceptible d'avoir sur l'évolution du cours de bourse et de l'indication suffisamment précise d'une plage de résultat probable:

- « L'exercice [en cours] ou [suivant] sera équilibré en termes de résultat... »,
- « Un retour aux bénéfices est attendu pour ... ».

C – Le traitement des prévisions de bénéfice dans les documents de référence

Dans le cadre des travaux du groupe de place, des questions se sont fait jour concernant le positionnement de la notion "d'objectif" par rapport à celle de "prévisions de bénéfice" et le traitement de ces prévisions dans les documents de référence.

1. Le traitement des prévisions de bénéfice dans les documents de référence

La position de la COB puis de l'AMF a toujours été de considérer que toutes les informations financières significatives rendues publiques par les émetteurs avant le dépôt d'un document de référence, devaient être intégrées dans ce document.

Le guide d'élaboration des documents de référence publié en janvier 2006, indiquait ainsi que "S'agissant tout d'abord des évolutions récentes et des perspectives d'avenir, l'information demandée par la COB et l'AMF est à présent couverte par plusieurs rubriques du Règlement européen. En conséquence, l'AMF souhaite simplement rappeler que le document de référence doit contenir toutes les informations significatives susceptibles d'avoir une influence sur le cours de l'action et données au marché, y compris, le cas échéant, les informations à caractère prévisionnel."

Le document de référence constitue, de fait, le lieu où sont centralisées toutes les informations relatives à la situation financière et aux perspectives de l'émetteur. Ce document serait ainsi incomplet si la présentation des informations historiques (comptes annuels et consolidés, rapport d'activité) n'était pas

accompagnée de celle des informations financières prospectives (prévisions de bénéfice ou objectifs) rendues publiques par l'émetteur¹⁶.

Sauf à déclarer expressément que ces informations sont périmées, l'AMF considère que les émetteurs doivent continuer à reprendre dans leur document de référence toutes les informations financières prospectives qui ont été rendues publiques.

Néanmoins, les émetteurs pourront librement communiquer dans le document de référence sur des prévisions de bénéfice ou des objectifs au sens du rapport LEPETIT¹⁷. Le maintien de la notion d'objectifs et la publication d'objectifs dans un document de référence ne sont pas contraires au Règlement européen qui ne couvre que l'information à donner en cas d'opération d'offre au public. Le maintien de la notion d'objectifs paraît en outre souhaitable compte tenu du développement de la communication financière, développement qui s'appuie sur les efforts des émetteurs français dans l'amélioration de leur politique d'information, les travaux et réflexions menés par le régulateur et les associations professionnelles afin d'encadrer cette communication et l'appétence du marché et des investisseurs pour ce type d'information.

Les émetteurs devront clairement indiquer si les informations prospectives figurant dans le document de référence sont des prévisions ou des objectifs, au sens des critères d'analyse définis en annexe 3. Si elles sont qualifiées de prévisions de bénéfice, les émetteurs devront publier, en même temps, les hypothèses sous-jacentes et le rapport des contrôleurs légaux.

2. L'articulation entre le document de référence et le prospectus

En cas d'incorporation du document de référence dans un prospectus, les émetteurs devront systématiquement déterminer, à partir des critères d'analyses retenus par le groupe de travail, si les informations financières prospectives données dans le document de référence constituent des prévisions de bénéfice, au sens du Règlement européen, des objectifs ou des tendances.

Si ces informations constituent des prévisions de bénéfice, les émetteurs devront présenter les hypothèses sous-jacentes et le rapport des contrôleurs légaux sauf dans les cas suivants :

- l'émetteur a publié postérieurement à la formulation des prévisions des informations financières historiques (comptes annuels ou intermédiaires...) couvrant totalement ou partiellement la période visée par les prévisions. L'émetteur devra alors préciser dans le prospectus, s'il ne souhaite pas reprendre sa prévision initiale dans son prospectus et n'a pas communiqué de nouvelles prévisions à l'occasion de la publication de ses comptes, que les comptes publiés rendent périmées les informations prévisionnelles précédentes.
- L'émetteur décide de ne pas maintenir ses prévisions et devra alors indiquer de manière explicite dans le prospectus que les prévisions préalablement publiées ne sont plus valables.

¹⁶ Rappelons que le responsable du document de référence doit attester, après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, que les informations contenues dans le document de référence sont, à sa connaissance, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

¹⁷ Le concept d'objectifs avait été défini comme suit lors des travaux du groupe de travail LEPETIT : "les objectifs traduisent de façon chiffrée et synthétique les effets attendus de la stratégie arrêtée par les organes dirigeants, que ce soit en termes commerciaux (par exemple : part de marché ou croissance du chiffre d'affaires, etc.) ou en termes financiers (par exemple : retour sur capitaux engagés, résultat par action, etc.). Ils expriment donc des buts que les responsables de l'entreprise se sont fixés en fonction de leur anticipation des conditions économiques prévalentes, souvent exprimées de façon normative, et des moyens qu'ils ont décidé de mettre en œuvre. Ils peuvent être à long terme ou à court terme (objectifs opérationnels à échéance rapprochée nécessaires pour mettre en œuvre la stratégie) et sont habituellement traduits dans un plan d'action (ou « *business plan* ») pluri-annuel, qui peut lui-même se décliner en plans annuels dont les aspects financiers seront traduits en budgets".

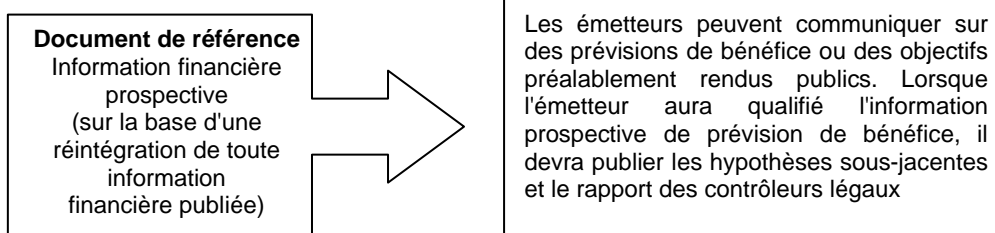


Si ces informations sont qualifiées d'objectifs ou de tendances, aucune diligence supplémentaire n'est requise au titre du prospectus.

Un arbre de décision synthétisant cette position est présenté en annexe 1.

Annexe 1 : arbre de décision du traitement des prévisions

Dépôt d'un document de référence



Dépôt d'un prospectus

