

Actualité juridique

Il est temps de mettre un terme à l'information trimestrielle

Avril 2017

Droit des sociétés et droit commercial

Financement des sociétés et valeurs mobilières

Litiges

Les années qui ont suivi la crise financière ont vu naître un accent renouvelé sur la création de valeur à long terme chez les investisseurs, les organismes de réglementation et, en conséquence, les équipes de direction. Au cours de ces années, le fardeau imposé aux sociétés ouvertes en matière de conformité s'est accru, les organismes de réglementation adoptant de nouvelles mesures pour atténuer le risque systémique.

Plus tôt ce mois-ci, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié [un document](#) sollicitant des commentaires sur un certain nombre de nouvelles idées visant à réduire le fardeau pour les sociétés ouvertes canadiennes. La plus audacieuse de ces idées consiste probablement en la proposition de supprimer l'obligation des sociétés ouvertes canadiennes de publier des rapports financiers trimestriels et de leur permettre de produire des rapports semestriels.

Les auteurs soutiennent cette proposition : elle atténue les pressions qui encouragent une vision à court terme, réduit le fardeau administratif pour les sociétés et reflète le choix de plusieurs marchés comparables, dont le Royaume-Uni, l'Union européenne et l'Australie.

L'argument à l'appui de ce changement repose sur la prémisse qu'il est préférable de mettre l'accent sur le long terme plutôt que sur le court terme. Le débat concernant les horizons temporels a généré de multiples arguments et études universitaires en faveur de l'une et l'autre position. Certains nouveaux éléments probants laissent croire cependant que les sociétés qui procèdent à une gestion à long terme procurent de meilleurs rendements au fil du temps. Une nouvelle [étude](#) de McKinsey a démontré qu'entre 2001 et 2014, les sociétés gérées à long terme ont obtenu des produits moyens et une croissance du bénéfice supérieurs de 47 % et de 36 %, respectivement, à ceux des sociétés qui n'avaient pas agi ainsi.

Mais examinons simplement ce que disent les investisseurs de premier plan. Peu d'entre eux – y compris les nombreux clients actionnaires activistes de notre cabinet – se déclareraient fièrement des visionnaires à court terme. Plusieurs d'entre eux sont préoccupés par ce que le chef de la direction de BlackRock, Larry Fink, a [qualifié](#) d'« hystérie liée aux résultats trimestriels », alors qu'il faudrait encourager les entreprises à se concentrer sur la création de valeur à long terme.

Bien que l'on puisse penser que les investisseurs s'opposeraient tous aux mesures qui pourraient faire en sorte que moins d'information soit publiée, ce n'est pas le cas. Certains ont demandé la fin de l'information trimestrielle. Par exemple, l'Investment Association du Royaume-Uni, l'association sectorielle des gestionnaires de placements du Royaume-Uni, a [récemment demandé](#) aux grandes sociétés du Royaume-Uni de cesser de produire des rapports trimestriels, ou alors d'expliquer pourquoi elles continuaient à le faire.

Comment le fait de mettre fin à l'information trimestrielle encouragerait-il une vision à long terme? De manière intuitive, il semble logique qu'en l'absence de précipitation à atteindre des résultats trimestriels, les gestionnaires ne se sentiraient plus tenus d'adopter des mesures à court terme qui pourraient nuire à la valeur à long terme, comme privilégier une vente d'actifs plutôt qu'un investissement de capitaux, par exemple. Il existe également plusieurs données appuyant cette proposition. Une [étude](#) qui portait sur les données américaines de 1950 à 1970, période

pendant laquelle plusieurs sociétés ont commencé à produire des rapports plus fréquemment, a découvert des baisses importantes des dépenses en immobilisations corporelles lorsque les sociétés accéléraient la fréquence des rapports.

De manière tout aussi importante, ce changement pourrait renverser le fardeau accru en matière de conformité auquel les sociétés canadiennes font face. Selon les normes mondiales, le Canada constitue une économie de marché intermédiaire. Les coûts pour produire des rapports trimestriels, et pour disposer d'une armée d'avocats et de comptables pour les scruter, sont devenus sidérants. Mettre fin à ces rapports libérerait du temps et des ressources considérables pour les sociétés, ce qui profiterait aux marchés boursiers et à l'économie en général.

Il ne faut pas s'étonner que les marchés de PAPE au Canada deviennent relativement arides. Des [chiffres](#) de l'Université de Calgary indiquent une moyenne de 15,9 PAPE inscrits à la Bourse de Toronto par année par des sociétés en exploitation entre 2001 et 2015, comparativement à 41 par année en moyenne de 1993 à 2000. Confrontées à la perspective de devoir produire des rapports trimestriels exhaustifs, plusieurs sociétés en croissance préfèrent naturellement demeurer fermées plutôt que de s'inscrire en Bourse. Même plusieurs des partisans du maintien de l'information trimestrielle [admettraient](#) qu'une bonne partie de l'information contenue dans les rapports trimestriels, outre les résultats du chiffre d'affaires, est redondante ou largement non pertinente pour les investisseurs.

En examinant ces questions, le Canada a beaucoup à tirer de l'expérience d'autres territoires. En 2007, le Royaume-Uni a rendu obligatoire l'information trimestrielle. Toutefois, un examen gouvernemental ultérieur a recommandé l'abandon de cette obligation, estimant qu'il existait un « vaste consensus parmi les répondants » voulant que « l'information trimestrielle et la préparation d'énoncés de gestion intermédiaires aient des incidences défavorables sur le comportement des sociétés et des investisseurs » [notre traduction]. Cette recommandation a été mise en œuvre en 2014. En 2013, l'Union européenne [a entrepris](#) de laisser tomber les obligations d'information trimestrielle, qui ne sont plus en vigueur. En Australie, les sociétés produisent normalement des rapports semestriels.

En fait, si les sociétés pouvaient décider de produire ou non des rapports trimestriels, pour plusieurs d'entre elles, il pourrait demeurer approprié de déclarer au moins quelques données financières chaque trimestre. Par exemple, lorsque des sociétés prévoient de grandes hausses saisonnières dans les produits, comme en matière de vente au détail et de tourisme, l'information trimestrielle pourrait mieux convenir. Les sociétés devraient demeurer à l'affût de ce que font leurs concurrents et de ce à quoi s'attendent les investisseurs.

La peur de la réaction des analystes et le fait que les États-Unis maintiennent l'information trimestrielle – pour le moment, du moins – pourraient faire en sorte que les sociétés y réfléchissent deux fois plutôt qu'une avant d'adopter le virage semestriel. Mais ces obstacles éventuels requièrent simplement de l'audace et du leadership de la part des sociétés et des commentateurs canadiens qui veulent faire de la vision à long terme et de l'information semestrielle la norme.

Il est également important de rappeler qu'il existe de nombreuses obligations d'information continue en vertu des lois sur les valeurs mobilières, qui exigent la déclaration des changements importants. Bien qu'il puisse être utile d'ajuster ces obligations si l'information semestrielle est autorisée, l'argument à l'appui de l'abolition des rapports trimestriels ne signifie pas pour autant qu'il faille permettre aux sociétés de disparaître dans la brume, pour en émerger seulement pour communiquer avec les investisseurs par intervalles de six mois.

Nous nous réjouissons des propositions des ACVM en vue de réduire le fardeau réglementaire imposé aux sociétés et du débat qui aura lieu au cours des mois à venir. Nous estimons que le débat démontrera que, dans le cadre des efforts de réduction du fardeau réglementaire et de refonte fondamentale des objectifs de nos règlements en matière de valeurs mobilières, éliminer l'obligation d'information trimestrielle constitue un bon point de départ.

Paul Amirault
Thierry Dorval
Justin E. Ferrara
Éric Hardy
David Hunter
Jennifer Kennedy
Orestes Pasparakis
Elliot Shapiro
Walied Soliman
Daniel Steiner
Ava G. Yaskiel

Pour plus de renseignements sur le sujet abordé dans ce bulletin, veuillez communiquer avec l'un des avocats mentionnés ci-dessous :

> Thierry Dorval	Montréal	+1 514.847.4528	thierry.dorval@nortonrosefulbright.com
> Elliot Shapiro	Montréal	+1 514.847.4516	elliott.shapiro@nortonrosefulbright.com
> Paul Amirault	Ottawa	+1 613.780.8601	paul.amirault@nortonrosefulbright.com
> Éric Hardy	Québec	+1 418.640.5022	eric.hardy@nortonrosefulbright.com
> Orestes Pasparakis	Toronto	+1 416.216.4815	orestes.pasparakis@nortonrosefulbright.com
> Walied Soliman	Toronto	+1 416.216.4820	walied.soliman@nortonrosefulbright.com
> Ava G. Yaskiel	Toronto	+1 416.216.3902	ava.yaskiel@nortonrosefulbright.com
> Justin E. Ferrara	Calgary	+1 403.267.8393	justin.ferrara@nortonrosefulbright.com
> Jennifer Kennedy	Calgary	+1 403.267.8188	jennifer.kennedy@nortonrosefulbright.com
> David Hunter	Vancouver	+1 604.641.4963	david.hunter@nortonrosefulbright.com
> Daniel Steiner	Vancouver	+1 604.641.4892	dan.steiner@nortonrosefulbright.com

Norton Rose Fulbright Canada S.E.N.C.R.L., s.r.l., Norton Rose Fulbright LLP, Norton Rose Fulbright Australia, Norton Rose Fulbright South Africa Inc. et Norton Rose Fulbright US LLP sont des entités juridiques distinctes, et toutes sont membres du Verein Norton Rose Fulbright, un Verein suisse. Le Verein Norton Rose Fulbright aide à coordonner les activités des membres, mais il ne fournit aucun service juridique aux clients.

Les mentions de « Norton Rose Fulbright », du « cabinet », du « cabinet d'avocats » et de la « pratique juridique » renvoient à un ou à plusieurs membres de Norton Rose Fulbright ou à une de leurs sociétés affiliées respectives (collectivement, « entité/entités Norton Rose Fulbright »). Aucune personne qui est un membre, un associé, un actionnaire, un administrateur, un employé ou un consultant d'une entité Norton Rose Fulbright (que cette personne soit décrite ou non comme un « associé ») n'accepte ni n'assume de responsabilité ni n'a d'obligation envers qui que ce soit relativement à cette communication. Toute mention d'un associé ou d'un administrateur comprend un membre, un employé ou un consultant ayant un statut et des qualifications équivalents de l'entité Norton Rose Fulbright pertinente.

Cette communication est un instrument d'information et de vulgarisation juridiques. Son contenu ne saurait en aucune façon être interprété comme un exposé complet du droit ni comme un avis juridique de toute entité Norton Rose Fulbright sur les points de droit qui y sont discutés. Vous devez obtenir des conseils juridiques particuliers sur tout point précis vous concernant. Pour tout conseil ou pour de plus amples renseignements, veuillez vous adresser à votre responsable habituel au sein de Norton Rose Fulbright.