

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Aucune information.

6.2.2 Publication

DÉCISION N° 2007-PDG-0127

Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects

Vu le pouvoir de l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») prévu à l'article 274 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, telle que modifiée par la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50 (la « Loi »), d'établir des instructions générales définissant les exigences découlant de l'application de l'article 276 de la Loi, à l'intérieur de la discrétion qui lui est conférée;

Vu le pouvoir de l'Autorité d'établir une instruction générale prévu à la Loi, qui appartient exclusivement à son président-directeur général, conformément à l'article 24 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2, telle que modifiée par la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50;

Vu la publication du projet d'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects*, pour consultation au Bulletin de l'Autorité (le « Bulletin ») le 5 janvier 2007 [(2007) Vol. 4, n°1 B.A.M.F., Section 6.2.1], ce projet visant à remplacer le texte actuel de cette instruction générale;

Vu la fin de la période de consultation;

Vu l'article 298 de la Loi prévoyant l'obligation de publier les instructions générales au Bulletin;

Vu la recommandation de la Direction de l'encadrement des marchés de valeurs;

En conséquence :

L'Autorité établit l'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects*, dans ses versions française et anglaise, dont les textes sont annexés à la présente décision, et en autorise la publication au Bulletin.

La présente décision prend effet le 6 juillet 2007.

Fait le 5 juillet 2007.

Jean St-Gelais
Président-directeur général

Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects

L'Autorité des marchés financiers (l' « Autorité ») publie l'instruction générale suivante :

- *Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects.*

Avis de publication

L'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects* a été établie par l' Autorité le 5 juillet 2007 et entrera en vigueur le 6 juillet 2007.

Le 6 juillet 2007

Avis

Remplacement de l'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects*

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») modifient l'Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects (l'« Instruction générale 41-201 »).

L'Instruction générale 41-201 a pris effet en décembre 2004. Le 5 janvier 2007, nous avons publié notre projet de modification de l'Instruction générale 41-201 pour une période de consultation de 60 jours. L'Instruction générale 41-201 modifiée a été ou devrait être adoptée dans tous les territoires et remplacera, le 6 juillet 2007, la version de décembre 2004.

Le présent avis renferme un résumé des principales modifications apportées à l'Instruction générale 41-201, des commentaires reçus sur le projet de modification et des autres changements apportés à cette instruction en raison de ces commentaires.

Objet

Nous avons réorganisé l'Instruction générale 41-201 en regroupant clairement nos directives en ce qui concerne les liquidités distribuables, les placements au moyen d'un prospectus et l'information continue. Voici un résumé des principales modifications :

- Les directives de la partie 2 sont dorénavant axées sur les liquidités distribuables. Nous avons ajouté des directives sur les liquidités distribuables, auparavant publiées dans l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, *Mesures financières non conformes aux PCGR* (l'« Avis 52-306 ») et dans l'Avis 41-304 du personnel des ACVM, *L'information sur les liquidités distribuables présentée par les fiducies de revenu dans leurs prospectus*, et d'autres directives sur l'information concernant les liquidités distribuables.
- Nous avons indiqué que les directives sur les liquidités distribuables s'appliquaient à l'ensemble de l'information sur les liquidités pouvant être distribuées, peu importe la terminologie utilisée par l'émetteur.
- Nous avons précisé que les directives en matière d'information sur les notes de stabilité ne s'appliqueront pas aux notes de stabilité non sollicitées.

- Nous avons établi des directives sur l'inclusion dans les rapports de gestion intermédiaire et annuel d'une comparaison entre le rendement prévu communiqué précédemment et le rendement réel.
- Nous avons établi des directives sur la présentation des données sur les liquidités distribuables. Nous estimons que cette information devrait être jointe à l'ensemble de l'information sur les liquidités distribuables, y compris celle figurant dans les documents promotionnels.
- Nous avons clarifié le contenu des engagements prévus pour les déclarations d'initiés et l'information financière des filiales et les circonstances dans lesquelles nous prévoyons demander ces engagements.
- Nous avons clarifié nos attentes sur l'information sur les liquidités distribuables devant figurer dans les rapports de gestion.
- Nous avons clarifié nos directives sur la présentation des différences entre les protections offertes par le droit des sociétés et celles prévues par la déclaration de fiducie d'un émetteur.

Résumé des commentaires écrits

Nous avons reçu 12 mémoires au cours de la période de consultation. Veuillez vous reporter à l'Annexe A pour obtenir le résumé des commentaires et nos réponses. Nous tenons à remercier tous les intervenants.

Projet d'interprétation du Conseil canadien de l'information sur la performance

Au moment de la publication de l'Instruction générale 41-201 aux fins de consultation, nous avons constaté que le Conseil canadien de l'information sur la performance (CCIP) de l'Institut Canadien des Comptables Agréés avait publié aux fins de consultation un projet d'interprétation relatif à la publication de l'ICCA, *Le rapport de gestion — Lignes directrices concernant la rédaction et les informations à fournir*. Ce projet présentait le point de vue du CCIP sur le calcul et la présentation des liquidités distribuables dans le rapport de gestion des fiducies de revenu et autres entités intermédiaires. Nous avons souligné que nous souhaitons discuter avec le CCIP des commentaires reçus sur son projet d'interprétation. Nous avons examiné ces commentaires et aimerions remercier le CCIP pour sa collaboration et sa participation.

Les directives sur les liquidités distribuables figurant dans l'instruction visent à promouvoir une présentation transparente des liquidités distribuables aux investisseurs. Nous comprenons que le CCIP envisage d'apporter des modifications à son projet d'interprétation en réponse aux commentaires reçus et qu'il prévoit présenter des lignes

directrices sur la présentation ainsi que sur un calcul normalisé des liquidités distribuables fondé directement sur les états financiers historiques préparés conformément aux PCGR.

Nous évaluerons la forme et l'incidence des lignes directrices définitives du CCIP lorsqu'elles seront publiées. Selon notre compréhension actuelle du contenu probable des lignes directrices du CCIP, nous croyons que la présentation du calcul normalisé des liquidités distribuables défini dans les lignes directrices est conforme aux objectifs de l'instruction. En outre, la présentation d'informations supplémentaires dans le rapport de gestion de façon conforme au cadre établi dans les lignes directrices du CCIP contribuerait à l'atteinte des objectifs de présentation de l'instruction.

Autres changements apportés à l'Instruction générale 41-201

En réponse aux commentaires, nous avons apporté certains changements au projet d'Instruction générale 41-201 qui a été publié aux fins de consultation en janvier 2007. Nous estimons que ces changements ne sont pas significatifs et, pour cette raison, nous ne publions pas de nouveau cette instruction pour une autre période de consultation. Ces changements apportés sont résumés à l'Annexe B.

Pour toute question, prière de vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Céline Morin
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0337, poste 4395
Courriel : celine.morin@lautorite.qc.ca

Nicole Parent
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0337, poste 4455
Courriel : nicole.parent@lautorite.qc.ca

Sonny Randhawa
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-2380
Courriel : srandhawa@osc.gov.on.ca

Kyler Wells
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-8229
Courriel : kwells@osc.gov.on.ca

Lara Gaede
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-4223
Courriel : lara.gaede@seccom.ab.ca

Jennifer Wong
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-3617
Courriel : jennifer.wong@seccom.ab.ca

Manuele Albrino
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6641
Courriel : malbrino@bcsc.bc.ca

Michael Moretto
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6767
Courriel : mmoretto@bcsc.bc.ca

Tony Herdzik
Saskatchewan Financial Services Commission
Téléphone : 306-787-5849
Courriel : therdzik@sfsc.gov.sk.ca

Wayne Bridgeman
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : 204-945-4905
Courriel : wayne.bridgeman@gov.mb.ca

Donna Gouthro
Nova Scotia Securities Commission
Téléphone : 902-424-7077
Courriel : gouthrdm@gov.ns.ca

Le 6 juillet 2007

Annexe A

**Résumé des commentaires sur le projet de modification de
l'Instruction générale 41-201**

Point	Renvoi	Résumé du commentaire	Réponse des ACVM
1.	Général	Deux intervenants ont proposé que les travaux des ACVM donnent lieu à la transformation de l'Instruction générale 41-201 en règlement.	Nous avons tenu compte du commentaire mais continuons de croire que l'approche privilégiée, soit une instruction fondée sur des principes, constitue un cadre réglementaire approprié pour les fiducies de revenu et les autres structures de placement indirect et que la transformation en règlement n'est pas justifiée.
2.	Général	Quatre intervenants ont proposé que les questions traitées dans l'Instruction générale 41-201 s'appliquent aussi aux sociétés par actions.	Nous prenons acte du commentaire et précisons que l'Instruction générale 41-201 s'applique aux structures de placement indirect, notamment celles constituées sous forme de société par actions.
3.	Général	Deux intervenants se demandaient si l'Instruction générale 41-201 s'appliquait aux fiducies qui n'utilisent pas de mesures non conformes aux PCGR comme les « liquidités distribuables ».	La présentation de mesures non conformes aux PCGR, comme les liquidités distribuables, est facultative pour les fiducies. Les directives en matière de liquidités distribuables figurant dans l'Instruction générale 41-201 ne s'appliquent qu'aux fiducies présentant des mesures non conformes aux PCGR.

4.	Liquidités distribuables – Partie 2.1	Quatre intervenants ont encouragé les ACVM à intégrer le projet d'interprétation du Conseil canadien de l'information sur la performance (CCIP) en ce qui a trait à la définition des liquidités distribuables pour accroître la certitude et la cohérence quant à l'application de ce concept.	Nous prenons acte du commentaire et avons apporté, au besoin, des modifications à l'Instruction générale 41-201 pour mieux l'harmoniser aux lignes directrices du projet du CCIP.
5.	Liquidités distribuables – Partie 2.1	Trois intervenants ont manifesté leur appui en faveur des directives des ACVM en matière d'information fondée sur des principes pour les liquidités distribuables. Ils estiment qu'un calcul établi pour les liquidités distribuables ne serait pas pertinent et réduirait l'utilité de l'information. Ils croient aussi que la normalisation du concept de liquidités distribuables entraînerait une crédibilité injustifiée relativement au montant et une trop grande confiance de la part des investisseurs.	Nous prenons acte de ces commentaires et continuons de croire qu'une instruction fondée sur des principes constitue un cadre réglementaire approprié pour les fiducies de revenu et les autres structures de placement indirect.
6.	Liquidités distribuables – Partie 2.1	Un intervenant a proposé que les notions de liquidités distribuables et de bénéfice distribuable ne puissent être utilisées de façon interchangeable puisque les termes « liquidités » et « bénéfice » ont un sens différent.	Nous prenons acte du commentaire et soulignons que l'émetteur doit s'assurer d'utiliser une terminologie non conforme aux PCGR appropriée pour décrire les liquidités qu'il peut distribuer. Comme il est indiqué dans l'Instruction générale 41-201, nous prévoyons que les directives sur les liquidités distribuables s'appliqueront à d'autres termes non conformes aux PCGR utilisés pour décrire le montant pouvant être distribué aux porteurs.
7.	Liquidités distribuables – Partie 2.1	Un intervenant a mentionné que les ajustements discrétionnaires compromettraient l'objectif de comparabilité.	Nous prenons acte du commentaire mais estimons toujours que les émetteurs devraient pouvoir apporter les

			<p>ajustements pertinents au rapprochement des liquidités distribuables.</p> <p>Si un émetteur apporte un ajustement discrétionnaire à son rapprochement des liquidités distribuables, nous prévoyons que les directives de la partie 2.7 s'appliqueront.</p>
8.	Liquidités distribuables – Parties 2.2, 2.4 et 2.5	Deux intervenants ont indiqué que les fiducies de revenu devraient parler de « liquidités distribuées » plutôt que de « liquidités pouvant être distribuées » et mettre l'accent sur des mesures financières clés comme le « bénéfice net » et les « flux de trésorerie ». Si les liquidités distribuables sont mentionnées, le calcul devrait alors être fondé sur les états financiers établis selon les PCGR et faire l'objet d'un rapprochement avec ces états financiers et être combiné à de l'information renfermant une explication sur les différences entre les liquidités distribuables et les distributions réelles de liquidités et sur les raisons de ces différences.	<p>Nous en convenons et avons recommandé dans la partie 6.5.2 que les émetteurs fournissent un sommaire des distributions réelles de liquidités comparativement au bénéfice net et aux flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation.</p> <p>Nous croyons qu'un résumé des principaux éléments de la performance d'une fiducie aidera les investisseurs à évaluer la situation financière de la fiducie et, ainsi, la durabilité de ses distributions.</p> <p>Le résumé devrait être accompagné d'une explication sur les différences entre les liquidités distribuables et les distributions réellement versées.</p>
9.	Liquidités distribuables – Partie 2.3	Un intervenant a proposé que les fiducies de revenu communiquent leurs politiques de distribution, notamment le montant des liquidités distribuables conservées dans un fonds de réserve en vue de distributions futures, et qu'une observation soit ajoutée sur la façon dont le fonds	Nous avons tenu compte de ce commentaire et sommes d'avis que les dispositions de la rubrique 1.6, Situation de trésorerie, de l'Annexe 51-102A1, <i>Rapport de</i>

		de réserve est maintenu, sur son mode de financement et s'il a déjà été utilisé par le passé.	<i>gestion</i> , prévoit la communication de cette information dans le rapport de gestion.
10.	Liquidités distribuables – Partie 2.6	Un intervenant a mentionné que les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation avant les éléments hors caisse du fonds de roulement représentent une mesure de comparaison plus pertinente et plus couramment utilisée avec les liquidités distribuées que les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation comprenant les variations des éléments hors caisse du fonds de roulement.	Nous estimons qu'un rapprochement des liquidités distribuables a pour point de départ les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation, donnée qui peut être tirée des états financiers établis selon les PCGR de l'émetteur. Les « flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation avant les éléments hors caisse du fonds de roulement » ne constituent pas une mesure reconnue par les PCGR.
11.	Liquidités distribuables – Partie 2.7	Un intervenant a indiqué que la proposition visant à exposer les mesures prises par l'émetteur pour s'assurer que l'information est complète et raisonnable n'est ni pratique ni utile.	Nous sommes en désaccord. L'information sur les mesures prises pour étayer une hypothèse sous-jacente à un ajustement de rapprochement est importante pour les investisseurs.
12.	Liquidités distribuables – Partie 2.7	Deux intervenants croient que les propositions aux articles 2.6 et 2.7 suggérant que les émetteurs devraient fournir de l'information permettant aux investisseurs de prévoir les montants des liquidités distribuables et la durabilité des distributions équivalent à demander à l'émetteur de préparer une prévision. Par exemple, l'énoncé à l'article 2.7 selon lequel la détermination des liquidités distribuables fait appel à des « hypothèses [...] justifiables, [...] compte tenu de l'ensemble des conditions économique qui, de l'avis de la direction, sont les plus probables » suppose que la direction est en mesure de prévoir ces conditions économiques.	Nous sommes en désaccord. Les attentes en matière d'information des articles 2.6 et 2.7 de l'Instruction générale 41-201 cadrent avec celles prévues pour les autres types d'information prospective. Nous croyons que les émetteurs et leur direction sont à même d'évaluer les événements ou les conditions susceptibles de se produire et d'avoir une incidence sur la durabilité des distributions, et

		En outre, il pourrait être difficile pour une équipe de direction de respecter l'obligation de « donner de l'information sur tous les facteurs, événements ou conditions qui surviendront probablement et pourraient avoir une incidence sur la durabilité des distributions ».	d'en discuter.
13.	Liquidités distribuables – Partie 2.7	Un intervenant a signalé que l'information portant sur les dispositions qui prévoient le moment où le droit du vendeur de recevoir des distributions cesse d'être subordonné est importante puisque ces dispositions ont une incidence sur le montant des distributions futures.	Nous prenons acte de ce commentaire et soulignons que cette information figure généralement dans le prospectus PAPE et dans les contrats importants déposés dans le cadre d'un PAPE. Nous sommes d'avis que les dispositions de la rubrique 1.6, Situation de trésorerie, de l'Annexe 51-102A1, <i>Rapport de gestion</i> , prévoient la présentation de cette information dans le rapport de gestion.
14.	Liquidités distribuables – Maintien de la capacité de production	Un intervenant a proposé que le concept de « maintien de la capacité de production » tienne compte du fait que la nature cyclique du prix des marchandises influe sur le processus de décision d'investissement des fiducies de revenu axées sur les ressources naturelles.	Nous prenons acte de ce commentaire et constatons que les variables particulières sous-jacentes au concept de « maintien de la capacité de production » varient d'un émetteur à l'autre. Nous voulons que les émetteurs évaluent leur situation lorsqu'ils utilisent ce concept.
15.	Liquidités distribuables – Maintien de la capacité de production	Un intervenant a indiqué qu'il existait des limites pratiques à la détermination d'un ajustement relatif aux liquidités distribuables pour le maintien de la capacité de production. L'intervenant croit que le fait d'exiger de l'information sur les engagements potentiels à remplacer et à entretenir des immobilisations n'est pas suffisant pour donner lieu à un exposé	Nous prenons acte de ce commentaire et, pour cette raison, n'avons pas établi la façon dont les émetteurs doivent calculer leur ajustement relatif aux liquidités distribuables pour maintenir la capacité de production.

		concret sur la stratégie d'une entité en matière de maintien de la capacité de production.	Nous nous attendons à ce que les émetteurs aient une connaissance approfondie des activités de leurs entités sous-jacentes et qu'ils soient en mesure d'établir de façon raisonnable les besoins actuels et futurs en liquidités nécessaires au maintien de leur capacité de production. Ce processus variera d'une fiducie à l'autre et peut être fondé sur les dépenses en immobilisations réelles engagées au cours de périodes antérieures.
16.	Emprunts importants Partie 3 – A.	Un intervenant a souligné que l'information sur les emprunts serait plus complète si de l'information sur la tranche des emprunts faisant l'objet d'une garantie, sur les actifs donnés en garantie et sur le niveau de l'entité auquel l'emprunt est émis était incluse. De façon continue, l'information sur les engagements et sur le rendement de la fiducie relativement à chaque mesure est importante.	Des renseignements sur les emprunts figurent généralement dans le prospectus PAPE et dans les contrats importants relatifs aux emprunts. Nous avons tenu compte du commentaire concernant l'information continue sur les engagements et sommes d'avis que les dispositions de la rubrique 1.6, Situation de trésorerie, de l'Annexe 51-102A1, <i>Rapport de gestion</i> , prévoient généralement la présentation d'une information semblable dans le rapport de gestion.
17.	Emprunts importants Partie 3 – A.	Un intervenant a proposé qu'une catégorie distincte soit incluse sur SEDAR pour les contrats importants.	SEDAR compte actuellement une catégorie pour les contrats importants, soit « Autres – Contrats importants ».

18.	Emprunts important Partie 3 – A	Un intervenant a proposé que de l'information sur les emprunts soit également présentée dans la circulaire de sollicitation de procurations annuelle lorsqu'il y a un risque que les clauses restrictives des contrats de prêt ne soient pas respectées.	Nous sommes en désaccord. Nous croyons qu'il est plus pertinent de communiquer cette information dans le rapport de gestion et (ou) dans une déclaration de changement important (Annexe 51-102A2), s'il y a lieu.
19.	Emprunts importants Partie 3 – A	Un intervenant estime que les contrats relatifs aux emprunts sont des contrats conclus dans le cours normal des activités et qu'ils n'ont pas à être déposés au moyen de SEDAR. Le dépôt de ces contrats peut induire les lecteurs en erreur, et ces contrats renferment souvent des conditions sur la confidentialité imposées par les prêteurs.	Nous sommes en désaccord. Nous continuons de croire que, dans la plupart des cas, les contrats relatifs aux emprunts importants conclus avec des tiers autres que l'émetteur constitueront des contrats importants au sens de le Règlement Q-28 et du Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (ou des textes qui les remplacent) si leurs modalités ont une incidence directe sur les distributions de liquidités prévues.
20.	Notes de stabilité Partie 3 – B.	<p>Un intervenant a proposé que les notes de stabilité non sollicitées soient présentées accompagnées d'une mention précisant qu'elles n'ont pas été demandées, et indiqué que la communication de la source de la note pouvait être utile.</p> <p>Un autre intervenant a indiqué que si la note de stabilité reçue était faible, elle devait également figurer dans la circulaire de sollicitation de procurations annuelle.</p>	<p>Nous sommes en désaccord. Nous croyons qu'il n'est pas justifié à l'heure actuelle d'imposer aux émetteurs l'obligation d'indiquer des notes de stabilité non sollicitées. La direction n'aura pas participé à la préparation de la note et pourrait même ne pas avoir connaissance qu'une telle note a été établie.</p> <p>Nous sommes également en désaccord sur le fait que les notes de stabilité soient présentées dans les circulaires</p>

			de sollicitation de procurations. Nous persistons à croire que les notes de stabilité sollicitées devraient être présentées dans les prospectus et les notices annuelles.
21.	Rémunération de la direction Partie 3 – C.	Un intervenant a proposé que les contrats de gestion et les plans incitatifs ne soient pas déposés au moyen de SEDAR si les éléments clés sont présentés adéquatement ailleurs.	Nous continuons de croire que les contrats de gestion et les plans incitatifs renfermant des modalités qui ont une incidence sur les liquidités distribuables constituent des contrats importants et devraient être déposés au moyen de SEDAR.
22.	Rémunération de la direction Partie 3 – C.	Un intervenant a proposé que les contrats de gestion de la société en exploitation soient présentés sur SEDAR et qu'ils soient mentionnés ou présentés dans la circulaire de sollicitation de procurations.	<p>Nous nous attendons actuellement à ce que les contrats de gestion et les plans incitatifs qui pourraient avoir une incidence sur les liquidités distribuables soient déposés au moyen de SEDAR. Nous nous attendons aussi à ce que ces plans soient présentés dans le prospectus.</p> <p>Nous faisons remarquer que l'information sur ces contrats est aussi prévue à l'Annexe 51-102A5, <i>Circulaire de sollicitation de procurations</i> (rubrique 13).</p> <p>L'information sur les dispositions relatives aux sociétés de gestion externes est prévue à l'heure actuelle à l'Annexe 51-102A6, <i>Déclaration de la rémunération de la haute direction</i> (paragraphe e de la</p>

			rubrique 1.4).
23.	Rémunération de la direction Partie 3 – C.	Un intervenant a proposé que la rémunération des cinq membres de la haute direction les mieux rémunérés soit présentée, qu'ils occupent leur poste auprès de la société en exploitation ou de l'émetteur.	<p>Nous estimons que les obligations actuelles concernant la rémunération de la direction prévoient la présentation de cette information.</p> <p>Nous constatons que les modifications proposées à l'Annexe 51-102A6, <i>Déclaration de la rémunération de la haute direction</i>, lesquelles cadrent avec la partie 3 de l'Instruction générale 41-201, sont actuellement publiées aux fins de consultation.</p>
24.	Questions relatives au placement – Partie 4	Un intervenant a indiqué que le fait d'obliger les émetteurs à déposer le détail des évaluations dans le cadre d'acquisitions entraîne des désavantages concurrentiels par rapport aux émetteurs qui ne sont pas des fiducies puisque des renseignements confidentiels sur les estimations des bénéficiaires, les synergies, etc. auraient à être présentées.	Nous prenons acte du commentaire et avons retiré l'obligation pour les émetteurs de déposer le rapport d'évaluation au moyen de SEDAR.
25.	Questions relatives au placement – Parties 4.3, 4.4, 4.5 et 4.5.2	Deux intervenants ont indiqué que l'objectif principal de bon nombre de fiducies de revenu était de réaliser des acquisitions et ont exprimé leur inquiétude sur le fait que l'autorité pourrait obliger le vendeur à attester l'information figurant dans le prospectus d'un émetteur qui est une fiducie. Une telle obligation aurait pour effet de restreindre la capacité des fiducies à réaliser des acquisitions et de les placer en position de désavantage concurrentiel important.	<p>Nous prenons acte de ce commentaire. À l'heure actuelle, les vendeurs ne sont tenus d'attester l'information figurant dans le prospectus que s'ils sont autrement des promoteurs ou s'il est nécessaire de le faire dans l'intérêt public.</p> <p>Le projet de <i>Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus</i> (le « Règlement 41-101 ») comprend des</p>

			<p>propositions sur les obligations générales d'attestation pour les prospectus. Le projet de Règlement 41-101 a été publié aux fins de consultation le 21 décembre 2006.</p> <p>Nous ne proposons pas à l'heure actuelle de modifications aux directives existantes de l'instruction et avons fait part de ce commentaire au comité des ACVM chargé du Règlement 41-101.</p> <p>L'Instruction générale 41-201 pourrait être modifiée pour tenir compte des conclusions dégagées relativement au Règlement 41-101.</p>
26.	Responsabilité du promoteur – Partie 4.4	<p>Un intervenant a indiqué que le manque de clarté des termes « porteur dont les titres ont été placés » et « promoteur » était problématique. Le concept évoqué à l'article 4.4 selon lequel une partie qui participe à la fondation d'une fiducie de revenu elle-même est considérée comme le promoteur de l'entreprise de la fiducie de revenu émetteur va à l'encontre de l'idée commune de « promoteur » et ne cadre pas avec le reste de l'Instruction générale 41-201 qui met l'accent sur la société en exploitation sous-jacente comme étant le fond des activités.</p> <p>Par suite de l'annonce du gouvernement fédéral du 31 octobre 2006 sur les fiducies de revenu, l'intervenant estime que la création de nouvelles fiducies de revenu est peu probable et, pour cette raison, l'analyse du promoteur mentionnée à l'article 4.4 ne trouvera plus application.</p>	<p>Nous prenons acte de ce commentaire. Le projet de Règlement 41-101 comprend des propositions sur les obligations générales d'attestation pour les prospectus. Le projet de Règlement 41-101 a été publié aux fins de consultation le 21 décembre 2006.</p> <p>Nous ne proposons pas à l'heure actuelle de modifications aux directives existantes de l'Instruction générale 41-201 et avons fait part de ce commentaire au comité des ACVM chargé du Règlement 41-101.</p>

		L'intervenant a proposé que les tentatives actuelles visant à étendre l'application des obligations relatives aux promoteurs soient mises de côté pour favoriser l'élaboration d'un nouveau règlement moins stricte qui pourrait traiter de façon plus fidèle le concept de responsabilité du « porteur dont les titres ont été placés ».	L'Instruction générale 41-201 pourrait être modifiée pour tenir compte des conclusions dégagées relativement au Règlement 41-101.
27.	Documents promotionnels – Partie 5	<p>Trois intervenants ont proposé que les fiducies de revenu cessent d'utiliser le terme « rendement » en raison de son association aux placements à revenu fixe et adoptent plutôt les termes « rendement du capital investi » et « remboursement de capital ».</p> <p>Un autre intervenant a indiqué qu'il n'était pas approprié que les émetteurs formulent des commentaires sur leur rendement puisque les rendements sont établis en fonction des distributions versées sur le titre et du cours de celui-ci, et que le cours est fixé selon des facteurs qui sont indépendants de leur volonté.</p>	<p>Nous nous attendons à ce que les fiducies utilisant le terme « rendement » respectent les directives énoncées à la partie 5, y compris l'information complémentaire différenciant les parts d'un titre à revenu fixe.</p> <p>Comme l'indique la partie 5.1, nous croyons qu'il est important que l'émetteur indique s'il a versé toutes les distributions nécessaires pour atteindre le « rendement » annoncé précédemment.</p>
28.	Information continue – Partie 6	Un intervenant a indiqué que le fait de présenter le remboursement de capital au sens financier du terme exige une explication complexe de ces concepts, donnant ainsi lieu à un exposé abstrait ou inutile.	Nous sommes en désaccord. Nous croyons qu'il est primordial que les investisseurs soient conscients qu'une tranche des distributions reçues peut représenter un remboursement de leur investissement de capital. Cette information les aidera à évaluer la durabilité des distributions.
29.	Information continue – Capital de maintien	<p>Un intervenant a mentionné que la déduction du « capital de maintien » était extrêmement difficile à obtenir pour les fiducies du domaine de l'énergie.</p> <p>L'intervenant a proposé que la présentation du</p>	Nous sommes d'accord avec le premier commentaire et avons apporté les changements correspondants à la partie 2.6 de l'Instruction générale 41-201.

		« capital de maintien » se fasse sur une base volontaire pour les fiducies qui ont un modèle d'entreprise durable.	<p>Nous sommes en désaccord avec le deuxième commentaire. Nous estimons que les ajustements liés aux dépenses en immobilisations en vue de maintenir la capacité de production de l'émetteur ou pour une autre raison devraient être inclus dans le rapprochement des liquidités distribuables</p> <p>Nous nous attendons à ce que les émetteurs qui n'ont pas un modèle d'entreprise durable présentent adéquatement ce fait ainsi que les conséquences qui en découlent.</p>
30.	Information continue – Partie 6.5.2	Bon nombre d'intervenants ont indiqué qu'il devrait y avoir une distinction claire entre les distributions classées comme « rendement du capital investi » et celles classées comme « remboursement de capital ».	<p>Nous prenons acte du commentaire. Nous comprenons toutefois que des limites pratiques peuvent empêcher les fiducies d'établir une distinction claire entre les distributions qui constituent un « rendement du capital investi » ou un « remboursement de capital » à des fins fiscales.</p> <p>Malgré ces limites, si les liquidités distribuées d'un émetteur excèdent, à la fin d'une période comptable, ses flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation ou son bénéfice net, il doit décider si les distributions excédentaires représenteront un remboursement de capital au sens financier du terme.</p>

			<p>Lorsque les distributions versées représentent un remboursement de capital au sens financier du terme, nous nous attendons à ce que les émetteurs incluent cette information et fassent part de son incidence sur les distributions futures.</p>
31.	Information continue – Partie 6.5.2	<p>Un intervenant a signalé que le fait d'inclure le bénéfice net comme l'une des mesures dans le tableau ne semblait pas conforme à l'affirmation antérieure selon laquelle les liquidités distribuables s'harmonisaient mieux aux flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation.</p>	<p>Notre intention n'était pas de sous-entendre que le bénéfice net s'harmonisait mieux aux liquidités distribuables que les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation.</p> <p>Le bénéfice net constitue un autre indicateur de rendement qui aidera les investisseurs à évaluer la situation financière de la fiducie et, ainsi, la durabilité de ses distributions.</p>
32.	Information continue – Partie 6.5.2	<p>Un intervenant a indiqué que l'analyse des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation comparativement au bénéfice net n'est pas représentative de la capacité de production d'une fiducie de pétrole et de gaz puisque le bénéfice net comprend les éléments hors trésorerie comme les impôts futurs, l'épuisement, l'amortissement et l'accroissement, les trois derniers éléments étant fondés sur les coûts historiques des immobilisations corporelles et non sur la juste valeur marchande de remplacement de ces actifs dans le contexte actuel.</p>	<p>Le tableau de la partie 6.5.2 a pour objectif principal de présenter la relation entre les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation et le bénéfice net conformes aux PCGR et les distributions historiques. Ce tableau et l'information qui l'accompagne ne visent pas à présenter la capacité de production d'un émetteur.</p> <p>Nous prévoyons que l'émetteur fournira, s'il y a lieu, un exposé de la capacité de production avec son rapprochement des liquidités distribuables.</p>

33.	Information continue – Partie 6.5.2	Un intervenant a mentionné que le concept selon lequel il faut que les investisseurs disposent « d'information sur la source des distributions, et sachent notamment si elles ont été financées par un emprunt de l'émetteur » est sans intérêt puisque la répartition des liquidités parmi les diverses sources est arbitraire.	<p>Les obligations d'information actuelles pour les rapports de gestion relatives à la situation de trésorerie et aux sources de financement des rubriques 1.6 et 1.7 de l'Annexe 51-102A1 permettent au lecteur de comprendre les besoins globaux d'exploitation et de capitaux de l'émetteur comparativement aux sources de financement disponibles.</p> <p>Nous estimons toutefois qu'il est important pour le lecteur de mettre en évidence les cas où les distributions de liquidités ont excédé les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation et d'expliquer la façon dont les distributions ont été financées.</p>
34.	Information continue – Partie 6.5.2	Un intervenant a mentionné que la présentation proposée sous forme de tableau ne fournit pas de renseignements utiles supplémentaires puisque toute cette information quantitative peut être obtenue dans les états financiers établis selon les PCGR de l'émetteur.	Nous prenons acte de ce commentaire. Nous croyons toutefois que le fait d'accorder une plus grande visibilité à des indicateurs financiers particuliers constitue de l'information utile pour les investisseurs.
35.	Gouvernance – Partie 7	Un intervenant a proposé d'inclure dans la circulaire de sollicitation de procurations l'information permettant de comparer les droits des porteurs de parts d'une fiducie aux droits des actionnaires d'une société par actions.	<p>Nous prenons acte de ce commentaire et faisons remarquer que nous nous attendons à ce que de l'information soit fournie dans la notice annuelle aux termes des obligations de la rubrique 15.1 de l'Annexe 51-102A2.</p> <p>Nous signalons aussi que cette information figure</p>

			généralement dans le prospectus PAPE et dans le contrat important déposé au moyen de SEDAR, qui établit les droits des porteurs de titres.
36.	Gouvernance – Partie 7	Un intervenant a proposé que les sociétés en exploitation présentent, à l'instar des émetteurs, comment ils s'acquitteront de leurs responsabilités en matière de gouvernance.	Conformément à la partie 7 de l'Instruction générale 41-201, nous nous attendons à ce que l'émetteur présente comment la société en exploitation et lui-même se sont acquittés de leurs responsabilités en matière de gouvernance.

Annexe B

Résumé des modifications

Le texte qui suit résume les modifications apportées à l'Instruction générale 41-201 depuis la version publiée aux fins de consultation le 5 janvier 2007.

- *Rapports d'évaluation* : À la partie 4.1, nous avons retiré nos attentes sur le dépôt d'une évaluation au moyen de SEDAR obtenue d'un tiers dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne.
- *Ajustements de capital* : Dans la partie 2.6, nous avons clarifié les directives pour préciser que l'émetteur qui n'entend pas poursuivre les activités futures de sa société en exploitation (par exemple, dans le cas de l'épuisement de l'actif) devrait l'indiquer clairement dans son rapprochement des liquidités distribuables.

Nous avons aussi clarifié les directives dans cette partie pour préciser que les ajustements de capital peuvent être fondés sur les dépenses en immobilisations réelles.

INSTRUCTION GÉNÉRALE 41-201 RELATIVE AUX FIDUCIES DE REVENU ET AUTRES PLACEMENTS INDIRECTS

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1. Objet de l'instruction

Il existe un principe fondamental selon lequel toute personne achetant des titres doit disposer de suffisamment d'information pour prendre une décision éclairée sur son placement. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») estiment qu'il faut donner de l'information claire sur certains aspects de tout placement de parts de fiducies de revenu.

Notre régime de réglementation des valeurs mobilières prévoit certains droits et obligations pour les émetteurs qui effectuent des placements sur les marchés organisés et les investisseurs. Par conséquent, nous estimons qu'il y aurait avantage à ce que nous donnions dans une instruction générale notre avis sur l'application de la réglementation actuelle aux émetteurs non constitués en personne morale (comme les fiducies de revenu) et aux structures de placement indirect, de façon à réduire au minimum les interprétations incompatibles, tout en préservant les principes sous-jacents aux dispositions. Nous nous préoccupons de la qualité et de la nature de l'information fournie dans les prospectus et les documents d'information continue, de la responsabilisation des intéressés en matière de communication de l'information dans les prospectus et dans les déclarations d'initiés. Nous avons rédigé une instruction générale plutôt qu'un règlement parce que, selon nous, les dispositions actuelles abordent déjà les considérations réglementaires fondamentales concernant les fiducies de revenu et aux autres structures de placement indirect. Notre objectif est de fournir des directives et des recommandations concernant la place des fiducies de revenu et autres structures de placement indirect dans la réglementation actuelle, plutôt que de créer une nouvelle réglementation pour ces structures. Nous indiquons également les facteurs dont l'agent responsable tiendra compte pour exercer sa discrétion dans les placements faits au moyen d'un prospectus.

La présente instruction contient des directives et des explications émanant de toutes les autorités représentées au sein des ACVM. Les directives portent généralement sur les obligations prévues dans le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue ainsi que sur les obligations de prospectus dans chaque territoire. Bien que la présente instruction porte principalement sur les fiducies de revenu, nous estimons qu'il est possible d'appliquer utilement une bonne partie de ses directives et explications à d'autres structures de placement indirect. Les directives peuvent s'appliquer également, de façon générale, à l'émetteur qui offre des titres donnant aux porteurs le droit de toucher des flux de trésorerie nets découlant de l'exploitation de son entreprise ou de ses biens. Nous donnons des directives en ce qui concerne l'information à fournir dans le prospectus et la responsabilité à l'égard du prospectus de façon à réduire au minimum les situations dans lesquelles le personnel des ACVM pourrait recommander de ne pas viser le prospectus parce que le

placement semble contraire à l'intérêt du public en raison de lacunes dans l'information ou de la structure du placement, ou pour d'autres raisons.

Bien que la présente instruction porte principalement sur la structure des fiducies de revenu dans le cadre de placements au moyen d'un prospectus, les principes qui y sont formulés s'appliquent aussi aux structures de fiducies de revenu dans d'autres contextes, comme lors de la restructuration d'une société en fiducie. Si aucun document de placement n'est exigé lors d'une restructuration, nous nous attendons cependant à ce que la circulaire de sollicitation de procurations destinée aux porteurs concernés, contenant l'information qui figurerait dans le prospectus, respecte les principes énoncés ici. En outre, nous tiendrons compte des principes énoncés à la partie 3 pour déterminer s'il y a lieu d'accorder une dispense à une fiducie de revenu émetteur dans le cadre d'une restructuration ou d'une opération analogue.

La présente instruction peut aussi s'appliquer aux fiducies de revenu en ce qui concerne les obligations d'information continue.

1.2. Signification du terme « fiducie de revenu »

Dans la présente instruction, les termes « fiducie de revenu » et « émetteur » désignent une fiducie ou une autre entité (constituée en personne morale ou non) qui émet des titres permettant aux porteurs d'avoir une participation dans les flux de trésorerie nets découlant soit d'une entreprise sous-jacente, soit de biens productifs de revenu dont la fiducie ou l'autre entité est propriétaire. Entrent dans ces catégories les fiducies de revenu d'entreprise, les sociétés de placement immobilier et les fiducies de redevances, mais non pas, selon nous, les entités qui répondent à la définition de « fonds d'investissement » prévue dans le *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, ni les émetteurs de titres adossés à des créances ou de parts de fiducies de capital.

1.3. Signification du terme « société en exploitation »

Dans la structure la plus simple d'une fiducie de revenu, la société en exploitation est soit une filiale de la fiducie qui exploite une entreprise sous-jacente, soit un bien productif de revenu qui est la propriété directe de la fiducie. Dans les structures plus complexes, plusieurs entités peuvent se superposer entre la société en exploitation et la fiducie. En règle générale, la société en exploitation occupe le premier échelon d'une structure comportant une entreprise sous-jacente qui génère des flux de trésorerie. Une structure de fiducie de revenu peut comporter plusieurs sociétés en exploitation.

Non seulement faut-il déterminer quelle est la société en exploitation, mais il est également important de comprendre ses activités. Dans certains cas, elle est propriétaire d'éléments d'actif dont l'exploitation génère des produits. Dans d'autres, elle détient une participation dans une coentreprise ou tire ses produits d'un portefeuille de valeurs mobilières ou d'instruments financiers.

1.4. Structure des fiducies de revenu

En règle générale, une fiducie de revenu détient une combinaison de titres de créance et de participation ou de droits de redevance dans une entité qui est propriétaire d'une entreprise ou qui l'exploite. Les flux de trésorerie nets provenant des activités de la société en exploitation sont versés à la fiducie de revenu, qui les verse à son tour, en tout ou en partie, aux investisseurs (les « porteurs de parts » ou les « investisseurs »).

1.5. Placement des parts d'une fiducie de revenu

Généralement, une fiducie de revenu est créée en vue du placement de parts dans le public. Le produit du placement est utilisé par la fiducie pour acquérir une participation dans une société en exploitation (sous forme de titres de créance et de participation ou de droits de redevance) ou une participation dans des biens productifs de revenu. Selon nous, le placement de parts d'une fiducie de revenu est une sorte de placement indirect. Au lieu d'offrir leurs titres au grand public directement, les propriétaires vendent leur participation dans la société en exploitation à la fiducie de revenu, qui l'acquiert au moyen du produit du placement de ses parts. La participation dans la société en exploitation acquise par la fiducie de revenu est donc offerte indirectement au public. Les porteurs de parts détiennent une participation indirecte dans la société en exploitation par le biais de leur placement direct dans les parts de la fiducie de revenu.

En émettant des parts au moyen d'un prospectus, la fiducie de revenu devient émetteur assujéti (ou l'équivalent) en vertu des lois sur les valeurs mobilières applicables. Ce n'est pas le cas, en revanche, de la société en exploitation.

1.6. Différences entre un placement indirect et un placement direct

Lors d'un placement direct classique, le public peut acquérir une participation dans une société en exploitation en achetant les titres de cette société. En revanche, lors d'un placement indirect, le public ne peut acquérir de participation dans une société en exploitation directement, mais plutôt par le biais d'une entité distincte (par exemple une fiducie de revenu ou sa filiale), et ce sont les titres de cette entité qui sont placés auprès du public au moyen d'un prospectus, par exemple sous la forme de parts de fiducie. L'émetteur utilise le produit du placement pour acquitter le prix de sa participation dans la société en exploitation.

L'émetteur qui effectue un premier appel public à l'épargne peut utiliser le produit du placement pour financer l'acquisition d'une autre entreprise. Dans ce cas, l'émetteur et les vendeurs de l'entreprise sont généralement des parties sans lien de dépendance. En revanche, dans le cas d'un placement indirect, comme le premier appel public à l'épargne de la plupart des fiducies de revenu, la fiducie de revenu et les vendeurs ont un lien de dépendance : les vendeurs négocient les modalités d'achat de l'entreprise par la fiducie de revenu et participent aussi à la négociation des modalités l'appel public à l'épargne avec le ou les placeurs.

Selon nous, les vendeurs qui sont à l'origine du premier appel public à l'épargne ou qui y participent accèdent eux-mêmes, dans les faits, aux marchés des capitaux. Nous estimons qu'ils ont un lien de dépendance. Cette constatation est à l'origine des préoccupations évoquées à la partie 4. Les vendeurs qui ont un lien de dépendance et participent à un placement subséquent accèdent aussi, dans les faits, aux marchés des capitaux au moyen d'un placement indirect. Ils font également l'objet des préoccupations évoquées à la partie 4.

PARTIE 2 LIQUIDITÉS DISTRIBUABLES

2.1. Signification du terme « liquidités distribuables »

Les liquidités distribuables sont une mesure non conforme aux PCGR qui désigne de manière générale les rentrées de fonds nettes qui sont produites par l'entreprise ou les actifs de la fiducie de revenu et que celle-ci peut distribuer, à sa discrétion, aux porteurs de parts. Certains émetteurs désignent ces rentrées de fonds nettes pouvant être distribuées par un terme non conforme aux PCGR autre que « liquidités distribuables ». Dans la présente instruction, les directives concernant le terme « liquidités distribuables » englobent également d'autres termes non conformes aux PCGR qui sont employés pour désigner les liquidités pouvant être distribuées aux porteurs de parts d'une fiducie de revenu ou d'une autre structure de placement indirect (par exemple, « bénéfice distribuable »).

Les liquidités que la fiducie de revenu peut distribuer par part dépendent des résultats d'exploitation de l'entreprise ou des actifs de la fiducie de revenu, de ses besoins en capital, de ses emprunts et du nombre de parts en circulation.

Aux fins de l'impôt au Canada, les distributions des fiducies de revenu se composent de différents types de paiements appelés « rendement du capital investi » ou « remboursement de capital ». Ces termes sont aussi utilisés dans un sens plus général pour faire une distinction d'ordre financier plutôt que fiscal. Le problème est que les fiducies de revenu font parfois des distributions d'un montant supérieur à ce qu'elles peuvent distribuer sans risque de compromettre leur capacité de production et la durabilité des distributions. Dans ce cas, l'« excédent » de la distribution peut être considéré comme un « remboursement de capital » au sens financier du terme. Nous craignons que l'information fournie par les fiducies de revenu n'ait pas toujours été suffisamment claire pour permettre aux investisseurs de déterminer si des problèmes peuvent se poser à cet égard.

Les émetteurs se reporteront au paragraphe 6.5.2 pour savoir comment résoudre ces questions.

2.2. Les fiducies de revenu garantissent-elles aux investisseurs un taux de rendement constant?

Non. Un investissement dans une fiducie de revenu ressemble bien plus à un placement dans des titres de participation qu'à un placement dans des titres de créance. L'une des principales différences entre les parts d'une fiducie de revenu et les titres à

revenu fixe est que la fiducie de revenu n'est aucunement tenue de faire des versements aux investisseurs. En d'autres termes, elle peut réduire ou suspendre les versements si cela est justifié étant donné les circonstances (voir l'article 2.3 ci-dessous pour de plus amples détails). Contrairement à ce qui se passe dans le cas des titres à revenu fixe classiques, la capacité de la fiducie de faire des versements constants aux porteurs de parts est étroitement liée aux activités de la société en exploitation ou à la performance des actifs de la fiducie. La performance de la société en exploitation peut varier d'une période à l'autre, ce qui peut avoir une incidence sur les distributions et la valeur des parts.

Contrairement à l'émetteur de titres à revenu fixe, la fiducie de revenu ne promet pas de rembourser à une date future le prix initial de souscription des parts. Les investisseurs qui décident de liquider leurs avoirs le font généralement en vendant leurs parts sur le marché, au cours du marché.

En outre, contrairement aux versements d'intérêt sur des titres de créance, les distributions de liquidités des fiducies de revenu se composent, aux fins de l'impôt au Canada, de différents types de paiements (dont certaines portions peuvent être imposables, en tout ou en partie, ou constituer des remboursements de capital à imposition différée). La composition, à des fins fiscales, de ces distributions peut varier au fil du temps, ce qui peut avoir une incidence sur le rendement après impôt pour les investisseurs. Par conséquent, il se peut que le taux de rendement des parts, pendant une période donnée, ne puisse être comparé à celui de titres à revenu fixe qui donnent un « rendement du capital investi » pendant la même période. Ceci est dû au fait que les porteurs de parts d'une fiducie de revenu peuvent recevoir, pendant la période en question, des paiements qui, dans une certaine mesure, constituent un « remboursement de capital ». Le rendement du capital investi est généralement imposable comme les revenus ordinaires ou comme les dividendes pour les porteurs de parts. Par contre, les remboursements de capital sont généralement à imposition différée (et réduisent le prix de base des parts payé par le porteur aux fins de l'impôt).

2.3. En quoi les politiques de distribution de la fiducie de revenu et de la société en exploitation influent-elles sur le taux de rendement pour l'investisseur?

La politique de distribution de la fiducie de revenu stipule généralement que les paiements que celle-ci reçoit de la société en exploitation (comme les versements d'intérêt sur titres de créance et les dividendes versés aux actionnaires ordinaires) sont distribués aux porteurs de parts. Celle de la société en exploitation stipule généralement que les versements à la fiducie de revenu sont réduits si la société en exploitation ne remplit pas ses engagements en vertu de prêts consentis par des tiers (par exemple, des clauses exigeant que la société en exploitation maintienne des ratios financiers précis ou remplisse ses obligations au titre, notamment, du paiement des intérêts et autres frais). D'autres obligations de la société en exploitation, comme le financement du plan incitatif des employés ou des dépenses en immobilisations, ont généralement priorité sur ses obligations envers la fiducie de revenu. En outre, la société en exploitation ou la fiducie de revenu pourrait conserver en réserve une partie des liquidités distribuables disponibles pour

financer de futures distributions si les liquidités distribuables sont inférieures au montant cible pendant une période donnée.

2.4. Information à fournir en page frontispice du prospectus à propos des liquidités distribuables

Pour que l'information visée aux articles 2.1, 2.2 et 2.3 soit convenablement communiquée aux investisseurs, nous recommandons que les émetteurs envisagent la possibilité d'inscrire sur la page frontispice une déclaration semblable à ce qui suit :

« Le rendement de votre investissement dans • n'est pas comparable à celui d'un investissement dans des titres à revenu fixe. Le recouvrement de votre mise de fonds initiale est à risque. Le rendement de votre investissement est fondé sur de nombreuses hypothèses. Bien que la fiducie de revenu ait l'intention de distribuer ses liquidités disponibles aux porteurs de parts, les distributions peuvent être réduites ou suspendues. Le montant distribué dépendra de nombreux facteurs, notamment : [insérer une analyse des principaux facteurs propres à ce placement qui pourraient influencer sur la prévisibilité des distributions aux porteurs]. En outre, la valeur marchande des parts peut baisser considérablement si la fiducie de revenu se trouve dans l'impossibilité de respecter ses objectifs en matière de distribution des liquidités.

« Il vous incombe de prendre en considération les facteurs de risque propres au secteur dans lequel vous investissez, qui peuvent avoir une incidence sur la stabilité des distributions. Voir notamment ***, sous la rubrique « Facteurs de risque ». [Faire renvoi aux principaux facteurs qui pourraient influencer sur la prévisibilité des distributions aux porteurs.] Cette section contient également l'évaluation des facteurs de risque par l'émetteur et décrit les conséquences éventuelles, pour vous, de la réalisation d'un risque.

« Le rendement des parts après impôt pour les porteurs assujettis à l'impôt sur le revenu au Canada peut être fonction à la fois du rendement du capital investi et de remboursements de capital. Cette composition peut varier au fil du temps, ce qui peut avoir une incidence sur le rendement après impôt pour vous. [Si une prévision a été établie, donner des renseignements précis sur la portion estimative de l'investissement qui sera imposée comme rendement du capital investi et la portion estimative qui sera imposée comme remboursement de capital. Si l'émetteur ne peut pas estimer la portion qui sera un remboursement de capital, indiquer qu'il ne peut estimer raisonnablement le remboursement de capital sur les distributions prévues et que ce montant pourrait varier de façon importante d'une période à l'autre.] Le rendement du capital investi est généralement imposé comme les revenus ordinaires ou comme les dividendes pour les porteurs de parts. Par contre, les remboursements de capital sont généralement à imposition différée (et réduisent le prix de base des parts payé par le porteur aux fins de l'impôt). ».

2.5. Information à présenter sur les mesures non conformes aux PCGR comme les liquidités distribuables

Conformément aux PCGR, les fiducies de revenu doivent donner dans leurs états financiers de l'information sur les liquidités distribuées aux porteurs. En plus de cette information, les fiducies de revenu donnent généralement de l'information historique sur les liquidités distribuables dans leurs documents d'information continue et présentent une estimation des liquidités distribuables dans leurs prospectus. Comme les liquidités distribuables ne sont pas une mesure financière conforme aux PCGR, l'information sur les liquidités distribuables doit comprendre un rapprochement avec la mesure la plus directement comparable calculée conformément aux PCGR.

Nous avons déterminé que les liquidités distribuables sont une mesure des flux de trésorerie et non une mesure du bénéfice. Par conséquent, il n'est possible d'en présenter une image fidèle que par un rapprochement avec les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation présentés dans les états financiers de la fiducie de revenu. Les flux de trésorerie comprennent les variations des éléments hors caisse du fonds de roulement survenues pendant la période comptable.

Les émetteurs devraient définir toute mesure financière non conforme aux PCGR et expliquer sa pertinence, de façon à ne pas induire les investisseurs en erreur. Les émetteurs qui présentent de telles mesures devraient le faire de façon uniforme d'une période comptable à l'autre. En ce qui concerne les liquidités distribuables, les fiducies de revenu devraient notamment :

i) indiquer explicitement que les liquidités distribuables n'ont pas de signification normalisée prévue par les PCGR et qu'il est par conséquent peu probable qu'on puisse les comparer à des mesures analogues présentées par d'autres émetteurs;

ii) présenter les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation de façon aussi visible, voire plus visible, que les liquidités distribuables;

iii) expliquer pourquoi les liquidités distribuables fournissent de l'information utile aux investisseurs et comment la direction s'en sert comme mesure financière;

iv) présenter un rapprochement quantitatif clair des liquidités distribuables et des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation, et faire renvoi au rapprochement lorsque les liquidités distribuables sont mentionnées en premier dans le document d'information;

v) expliquer tout changement dans la composition des liquidités distribuables par comparaison avec les mesures présentées auparavant.

2.6. Présentation du rapprochement des liquidités distribuables

Les fiducies de revenu devraient commenter les ajustements contenus dans le rapprochement des liquidités distribuables et les grouper séparément en fonction de leur nature. En outre, les fiducies de revenu devraient éviter d'utiliser des mesures du bénéfice non conformes aux PCGR dans le rapprochement des liquidités distribuables. Par exemple, elles devraient se garder d'inclure des mesures non conformes aux PCGR comme le BAIIA, le BAIIA ajusté ou le bénéfice net pro forma.

L'émetteur peut grouper les ajustements aux flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation inclus dans un rapprochement des liquidités distribuables de la façon suivante :

a) Ajustements du capital – Les ajustements relatifs aux dépenses en immobilisations en vue de maintenir la capacité de production de l'émetteur ou pour toute autre raison devraient être inclus ici et ils peuvent être fondés sur les dépenses en immobilisations réelles. L'émetteur qui ne compte pas maintenir la capacité de production (par exemple, dans le cas de l'épuisement de l'actif) devrait l'indiquer clairement dans son rapprochement des liquidités distribuables.

Les provisions pour le maintien ou le remplacement de réserves minérales sont d'autres exemples d'ajustements à inclure dans cette section.

L'émetteur peut inclure dans ce groupe un total partiel des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation, déduction faite des dépenses en immobilisations engagées au cours de la période.

b) Ajustements non récurrents – En règle générale, un élément est non récurrent s'il est peu probable qu'une perte ou un gain semblable se produise au cours des deux exercices suivants ou ne s'est pas produit au cours des deux exercices précédents. Un paiement fait en règlement d'un litige ou une amende payée pendant l'exercice courant mais qui ne devrait pas se répéter à l'avenir sont des exemples d'éléments non récurrents.

c) Autres ajustements, y compris les éléments discrétionnaires – Nous reconnaissons que, dans certains cas limités, certains ajustements ne peuvent être classés comme des ajustements non récurrents ou des ajustements de capital, par exemple, les montants pour les obligations liées à la mise hors service d'immobilisations ou pour les restrictions externes imposées à l'émetteur limitant sa capacité à verser des distributions. Lorsqu'un ajustement est de nature discrétionnaire, nous nous attendons à ce que les fiducies de revenu expliquent clairement les raisons pour lesquelles elles ont inclus l'ajustement et toute hypothèse sous-jacente dont elles ont pu se servir.

2.7. Information à présenter sur les ajustements et les hypothèses sous-jacentes aux liquidités distribuables

Les fiducies de revenu devraient déterminer comment présenter de la façon la plus transparente possible chaque élément d'ajustement inclus dans le rapprochement des liquidités distribuables et indiquer les mesures qu'elles ont prises pour s'assurer que l'information est complète et raisonnable.

De façon générale, pour obtenir un niveau de transparence acceptable, il convient d'accompagner le rapprochement des liquidités distribuables et des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation de ce qui suit :

- i)* une explication de l'objet et de la pertinence de l'information sur les liquidités distribuables;
- ii)* une indication de la mesure dans laquelle des résultats financiers réels ont été incorporés au rapprochement;
- iii)* une déclaration expresse selon laquelle le rapprochement est fondé sur des hypothèses raisonnables et justifiables qui reflètent les lignes de conduite que la fiducie a prévu adopter, compte tenu de l'ensemble des conditions économiques qui, de l'avis de la direction, sont les plus probables;
- iv)* une mise en garde avertissant les investisseurs que les résultats réels pourraient différer de façon importante des ajustements prospectifs.

Les éléments suivants devraient être fournis à l'appui des ajustements effectués dans le rapprochement entre les liquidités distribuables estimatives et les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation :

- i)* un exposé détaillé de la nature des ajustements;
- ii)* une description des hypothèses sous-jacentes utilisées pour établir l'information prospective (élément par élément et dans l'ensemble), y compris la justification de ces hypothèses;
- iii)* une description des risques et des incertitudes qui pourraient avoir une incidence sur chacune des hypothèses et faire en sorte que les résultats réels diffèrent de façon importante des liquidités distribuables estimatives indiquées.

Pour être justifiables, les hypothèses doivent tenir compte de la performance passée de la société en exploitation, de la performance d'autres entités ayant des activités similaires et de toute autre source de corroboration objective des hypothèses utilisées. Nous considérons en outre que, pour être raisonnables, les hypothèses doivent cadrer avec les plans de la fiducie de revenu.

Dans certains cas, les hypothèses peuvent cadrer avec les plans de la fiducie sans pour autant offrir un niveau de transparence adéquat en ce qui concerne la durabilité des liquidités distribuables estimatives. Il importe que les fiducies de revenu donnent de l'information sur tous les facteurs, événements ou conditions qui surviendront probablement et pourraient avoir une incidence sur la durabilité des distributions.

Ainsi, les dépenses en immobilisations visant à préserver la capacité de production peuvent être relativement faibles au cours des premières années mais croître de façon considérable par la suite. Pour fournir de l'information adéquate sur tout ajustement effectué en fonction des dépenses en immobilisations futures, on peut donner des précisions sur la période pendant laquelle la fiducie compte engager ces dépenses au niveau indiqué et sur tout plan à long terme en vue de préserver la capacité de production. Il convient d'expliquer de façon circonstanciée les raisons pour lesquelles ces provisions seront suffisantes pour répondre aux besoins en capitaux futurs et pourquoi, le cas échéant, les montants diffèrent des données historiques.

Les arrangements préalables entre l'émetteur et les investisseurs sont un autre exemple de situation nécessitant un niveau de transparence adéquat en ce qui concerne la durabilité des liquidités distribuables estimatives. Dans le cas de certaines fiducies de revenu, les vendeurs ont le droit de recevoir des liquidités parce qu'ils conservent une participation, mais ce droit est subordonné à celui des autres investisseurs. Les vendeurs ne reçoivent pas de liquidités pendant une période déterminée si le niveau de liquidités distribuables estimatives indiqué dans le prospectus n'est pas atteint. Les liquidités distribuables estimatives pouvant être versées aux autres investisseurs peuvent être importantes à court terme (pendant que les vendeurs ne touchent rien), mais diminuer une fois que les conditions limitatives expirent. Dans ces cas, il convient de résumer les conditions clés et indiquer l'incidence de ces arrangements à proximité de l'information sur les liquidités distribuables estimatives.

2.8. Liquidités distribuables estimatives tirées d'une prévision

Si l'information sur les liquidités distribuables estimatives présentée dans un prospectus contient des ajustements prospectifs qui reposent sur des hypothèses importantes, au sens du Manuel de l'ICCA, et qui ont une incidence importante sur ces liquidités, le rapprochement quantitatif devrait commencer par les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation tirés d'une prévision établie conformément au chapitre 4250, *Informations financières prospectives*, du Manuel de l'ICCA (une « prévision conforme au chapitre 4250 »). Ces ajustements prospectifs devraient également être intégrés à la prévision et celle-ci devrait figurer dans le prospectus.

Une prévision conforme au chapitre 4250 peut ne pas être nécessaire si les éléments d'ajustement sont tirés de données historiques et peuvent être adéquatement appuyés par d'autres informations, notamment :

i) les états financiers historiques à l'appui des ajustements; dans certains cas, une acquisition récente peut ne pas être considérée comme importante selon les critères prévus par le *Règlement Q-28 sur les exigences générales relatives aux prospectus* (le « Règlement Q-28 ») (ou le texte qui le remplace) ou le règlement équivalent du territoire concerné, aux fins de la présentation des états financiers de l'entité acquise, mais l'incidence prévue de l'acquisition sur les liquidités distribuables peut manifestement être importante, et l'émetteur peut alors inclure dans le prospectus les états financiers de l'entité acquise en plus de ceux qui sont prévus par le Règlement Q-28 et, s'il y a lieu, les intégrer dans des états financiers pro forma;

ii) toute autre information financière historique à l'appui du calcul des ajustements.

Dans certains cas, l'information sur les liquidités distribuables peut contenir des éléments d'ajustement fondés sur des ententes ou des contrats récents pour lesquels il n'existe pas d'états financiers historiques ni d'information financière historique. Les émetteurs peuvent alors fournir une description détaillée des contrats ou ententes en cause, notamment des modalités pertinentes, ainsi que toute autre information financière à l'appui des éléments d'ajustement.

PARTIE 3 AUTRES QUESTIONS RELATIVES À L'INFORMATION

A. Emprunts importants

3.1. Préoccupations relatives aux emprunts importants

Les emprunts contractés par la société en exploitation ou une autre entité qui ont priorité sur le droit des porteurs de parts de recevoir des distributions sont pour nous une source d'inquiétude. Bien que de nombreux émetteurs qui ne sont pas des fiducies de revenu aient des structures de capital analogues, voire encore moins traditionnelles, nous sommes particulièrement préoccupés de la sensibilité des fiducies de revenu aux flux de trésorerie. Nous songeons notamment aux réductions des distributions que pourraient entraîner la hausse des charges d'intérêt sur les titres obligataires à taux d'intérêt variable, le non-respect d'engagements financiers, un refinancement à des conditions moins avantageuses, voire l'impossibilité de refinancer.

3.2. Information à fournir sur les emprunts importants

Les principales modalités des emprunts importants de la société en exploitation devraient être indiquées dans le prospectus de la fiducie de revenu et dans sa notice annuelle déposée conformément au *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* ou au texte qui le remplace (le « Règlement 51-102 »). L'information suivante devrait être fournie :

i) le capital du prêt, ainsi que l'encours prévu à la fin de l'appel public à l'épargne;

- ii)* la durée et le taux d'intérêt (indiquer si le taux est fixe ou variable);
- iii)* les conditions de renouvellement et leur incidence éventuelle sur la distribution de liquidités;
- iv)* le rang par rapport aux titres de la société en exploitation détenus par la fiducie de revenu;
- v)* toute garantie constituée sur l'actif de la société en exploitation par la fiducie de revenu en faveur du prêteur;
- vi)* tout autre engagement qui pourrait limiter la capacité de distribution de liquidités.

3.3. Les contrats relatifs aux emprunts importants de la société en exploitation sont-ils considérés comme des contrats importants de la fiducie de revenu?

Nous estimons que, dans la plupart des cas, les contrats relatifs aux emprunts importants de la société en exploitation conclus avec un prêteur autre que la fiducie de revenu sont des contrats importants au sens du Règlement Q-28 et du Règlement 51-102 (ou des textes qui les remplacent) s'ils ont une incidence directe sur les distributions de liquidités prévues. Par exemple, les versements de la société en exploitation à la fiducie de revenu peuvent être compromis si la société en exploitation ne respecte pas certains engagements en vertu d'une convention de crédit. Par conséquent, si la convention contient des modalités qui ont une incidence directe sur les distributions de liquidités prévues et qu'elle sera conclue à la fin du placement ou vers cette période, elle devrait être indiquée dans le prospectus et la notice annuelle parmi les contrats importants. Nous nous attendons aussi à ce qu'un exemplaire de la convention et de toute modification soit déposé au moyen de SEDAR.

3.4. La fiducie de revenu doit-elle indiquer un facteur de risque distinct pour les emprunts importants?

Oui. Nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu indique dans son prospectus et sa notice annuelle un facteur de risque distinct pour les emprunts importants de la société en exploitation. Une analyse complète de ce facteur de risque devrait généralement comprendre les points suivants :

- i)* la nécessité pour l'emprunteur de refinancer ses emprunts à l'échéance;
- ii)* l'incidence négative d'un refinancement à des conditions moins avantageuses sur la capacité de l'émetteur et (ou) de ses filiales de faire des distributions;
- iii)* l'incidence que l'impossibilité de refinancer pourrait avoir sur les liquidités distribuables;

iv) le fait que la capacité de la société en exploitation de faire des versements, directement ou non, à la fiducie de revenu pourrait être compromise si l'emprunteur ne respectait pas certains engagements en vertu de la convention de crédit (par exemple en ne maintenant pas certains ratios financiers habituels).

B. Notes de stabilité

3.5. Signification du terme « note de stabilité »

Une note de stabilité représente l'avis d'une agence de notation indépendante à propos de la stabilité et de la durabilité relatives de la distribution de liquidités par une fiducie de revenu. À l'heure actuelle, Standard & Poor's (S&P) et Dominion Bond Rating Service (DBRS) donnent des notes de stabilité aux fiducies de revenu canadiennes. Une note de stabilité est le fruit de l'évaluation, par l'agence de notation, du modèle d'entreprise sous-jacent, ainsi que de la durabilité et la variabilité des flux de trésorerie générés à moyen et à long terme. L'objectif des notes de stabilité est de permettre la comparaison des fiducies de revenu appartenant à un secteur d'activité donné du point de vue de la stabilité.

3.6. Les fiducies de revenu ont-elles besoin d'obtenir une note de stabilité?

Non. Toutefois, les ACVM estiment que les notes de stabilité d'agences de notation comme S&P et DBRS peuvent fournir de l'information utile aux investisseurs.

Certains investisseurs qui achètent ou souscrivent des parts de fiducies de revenu peuvent fonder leur décision avant tout sur les flux de trésorerie générés par la société en exploitation. Les liquidités distribuables sont souvent présentées comme une mesure du potentiel de l'émetteur de générer des liquidités et de faire des distributions. Les notes de stabilité peuvent compléter utilement l'information sur les liquidités distribuables en fournissant un avis indépendant sur la capacité de la fiducie de revenu d'atteindre ses objectifs en la matière de façon constante pendant une période donnée, comparativement aux autres fiducies de revenu canadiennes notées d'un secteur d'activité donné.

3.7. Information à fournir sur les notes de stabilité

Les fiducies de revenu qui ont demandé et reçu une note de stabilité devraient l'indiquer sur la page frontispice de leur prospectus et dans leur notice annuelle. Elles devraient fournir de l'information sur la note conformément à l'article 10.8 de l'Annexe 1, *Information à fournir dans un prospectus*, du Règlement Q-28, à l'article 10.8 de la Form 41-501F1 *Information required in a Prospectus* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou à la rubrique 7.9 de l'Annexe 44-101A1, *Prospectus simplifié* ou à la rubrique 7.3 de l'Annexe 51-102A2, *Notice annuelle* (ou aux textes qui les remplacent). Cette information devrait indiquer que la note mesure la stabilité d'une fiducie de revenu par rapport à celle des autres fiducies de revenu canadiennes notées d'un secteur d'activité donné. Les émetteurs sont tenus de déclarer en temps opportun tout changement important intervenu dans leurs affaires, et, selon nous, tout changement de note de stabilité qui constitue un changement important.

Nous savons que les fiducies de revenu reçoivent parfois des notes de stabilité sans en avoir fait la demande. Ces notes ne sont pas de fruit de discussions avec ces fiducies, mais reposent plutôt sur de l'information à laquelle le public a accès. Nos attentes en matière d'information ne concernent pas les notes de stabilité non sollicitées.

C. Rémunération de la direction

3.8. Information à fournir sur la rémunération de la direction de la société en exploitation

Nous estimons que l'information sur la rémunération de la direction de la société en exploitation est importante pour les investisseurs. Les fiducies de revenu devraient donc la fournir dans leur prospectus et leurs circulaires de sollicitation de procurations, comme si la société en exploitation était leur filiale.

3.9. Information à fournir sur les contrats de gestion et les plans incitatifs

Nous estimons que les modalités importantes des contrats de gestion et des plans incitatifs constituent de l'information pertinente pour les investisseurs si elles ont une incidence sur les liquidités distribuables. Par exemple, si le terme « liquidités distribuables » est défini de façon particulière dans un contrat de gestion, nous nous attendons à ce que cette condition du contrat soit décrite. Pour prendre un autre exemple, il faudrait également indiquer pourquoi l'émetteur a préféré faire appel à une société de gestion externe plutôt que de conserver une structure de gestion interne ou, au contraire, pourquoi il a internalisé la gestion. L'information adéquate sur ces contrats et plans devrait être fournie dans les documents d'information pertinents. Même s'ils ne sont pas encore arrêtés définitivement avant le dépôt du prospectus visant un premier appel public à l'épargne (prospectus définitif), les modalités importantes qui y sont prévues devraient être décrites dans le prospectus.

3.10. Dépôt des contrats de gestion et des plans incitatifs au moyen de SEDAR

Nous nous attendons à ce que les contrats et plans importants visés à l'article 3.9 soient déposés au moyen de SEDAR. S'ils n'ont pas été complétés avant le dépôt du prospectus, nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu et la société en exploitation s'engagent envers les autorités en valeurs mobilières à les déposer dès que possible après la signature.

D. Facteurs de risque

3.11. Généralités

Les fiducies de revenu sont tenues de déclarer tous les facteurs de risque importants sur le placement conformément au prospectus. Une analyse complète des facteurs de risque d'une fiducie de revenu devrait comprendre les principaux facteurs propres au placement qui pourraient influencer sur la prévisibilité des distributions aux porteurs. Elle comprendrait

également une évaluation de la probabilité qu'un risque se réalise, ainsi que les conséquences éventuelles pour les porteurs. Il peut s'agir notamment des risques relatifs aux activités de la société en exploitation, de la possibilité que certains droits et recours prévus par le droit des sociétés soient inapplicables aux porteurs, de la possibilité que la législation sur la restructuration et l'insolvabilité ne s'applique pas aux fiducies et d'autres facteurs concernant particulièrement les fiducies de revenu et les autres placements indirects qui sont décrits dans la présente instruction. Pour les fiducies de revenu, l'information sur les facteurs de risque doit également toujours figurer dans la notice annuelle, conformément à la rubrique 5.2 de l'Annexe 51-102A2, *Notice annuelle* (ou au texte qui la remplace).

PARTIE 4 QUESTIONS RELATIVES AU PLACEMENT

A. Détermination du prix de souscription

4.1. Information à fournir sur la détermination du prix de souscription des parts d'une fiducie de revenu

Nous n'obligeons pas les fiducies de revenu à obtenir d'un tiers une évaluation de la participation dans la société en exploitation qu'elles entendent acquérir (à moins que l'évaluation ne soit exigée par la législation en valeurs mobilières). Toutefois, la fiducie de revenu qui a obtenu une telle évaluation dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne devrait la décrire dans son prospectus. La description devrait indiquer les parties, ainsi que les principales variables et hypothèses utilisées (notamment celles qui pourraient entraîner une baisse de la valeur de l'investissement de l'émetteur si elles changeaient défavorablement). En l'absence d'évaluation réalisée par un tiers, le prospectus devrait indiquer ce fait et préciser que le prix des titres de l'émetteur a été déterminé uniquement par négociation entre les porteurs de titres de la société en exploitation et le ou les placeurs.

B. Responsabilité à l'égard du prospectus

4.2. Réglementation en vigueur

La clé de voûte du régime de prospectus est l'obligation de communiquer tous les faits importants relatifs aux titres offerts et à l'émetteur afin que les investisseurs puissent prendre une décision éclairée concernant leur placement.

Le prospectus sert bien entendu à faire la promotion des titres, mais, du point de vue de la réglementation, c'est aussi un document d'information qui peut donner lieu à des actions en responsabilité civile ou intentées par des autorités de réglementation. Pour maintenir la discipline en ce qui concerne l'information figurant dans les prospectus et protéger l'intégrité des marchés canadiens, la législation en valeurs mobilières interdit à certaines personnes qui ont participé à un appel public à l'épargne de présenter de l'information fautive ou trompeuse (au sens de la législation en valeurs mobilières applicable) dans un prospectus. Lorsqu'un prospectus contient une information fautive ou trompeuse, les investisseurs peuvent notamment demander la nullité du contrat ou

poursuivre en dommages-intérêts l'émetteur ou le porteur dont les titres ont été placés, les dirigeants de l'émetteur, ses promoteurs, le ou les placeurs et certaines autres personnes. Ces personnes (y compris les porteurs dont les titres ont été placés) sont solidairement responsables du préjudice causé aux investisseurs par l'information fausse ou trompeuse. Bien que « porteur dont les titres ont été placés » ne soit pas défini dans la législation en valeurs mobilières applicable, on considère généralement que ce terme désigne les personnes qui vendent des titres de la catégorie faisant l'objet du placement avec prospectus.

4.3. Application aux placements indirects des dispositions relatives à la responsabilité à l'égard du prospectus

Lors d'un placement indirect, l'émetteur emploie le produit pour acheter une entreprise (et peut-être aussi pour rembourser des dettes), et l'information (y compris l'information financière) figurant dans le prospectus décrit tant l'entreprise acquise que l'émetteur. Or l'émetteur ne conserve pas le produit du placement. Par conséquent, toute information fausse ou trompeuse figurant dans le prospectus qui a une influence défavorable sur la valeur de l'entreprise acquise risque de compromettre la capacité de l'émetteur de payer des dommages-intérêts.

Les placeurs ont la même responsabilité légale à l'égard d'un placement indirect qu'à l'égard d'un placement direct classique. Ils signent une attestation à propos de l'information figurant dans le prospectus de l'émetteur et sont passibles de sanctions si celle-ci est fausse ou trompeuse.

Dans le cadre d'un placement indirect, les anciens propriétaires (les vendeurs) de la société en exploitation, qui vendent leur participation dans cette société à l'émetteur et qui, dans les faits, se tournent vers le marché pour se départir de leurs avoirs, ne sont pas considérés comme des « porteurs dont les titres ont été placés » au sens de la législation en valeurs mobilières, parce qu'ils ne vendent pas les titres faisant l'objet du placement. Ainsi, les vendeurs qui touchent indirectement une partie du produit du placement pour la vente de leur participation dans la société en exploitation ne sont pas légalement responsables de l'information fausse ou trompeuse figurant dans un prospectus, contrairement à ce qui aurait été le cas si leur participation dans la société en exploitation avait été placée directement (et sauf s'ils sont également promoteurs, voir ci-après). Les personnes qui vendent une entreprise à un émetteur classique qui projette de faire un placement direct ne sont pas non plus considérées comme des « porteurs dont les titres ont été placés » bien qu'elles touchent indirectement le produit du placement. Encore une fois cependant, nous estimons que ces situations diffèrent d'un placement indirect parce que c'est bien un émetteur classique, et non les vendeurs, qui s'adresse au marché.

4.4. Responsabilité du promoteur

4.4.1. Signification du terme « promoteur »

Les promoteurs d'un émetteur, au sens de la législation en valeurs mobilières, sont généralement tenus de signer le prospectus à ce titre. Ils assument ainsi une responsabilité solidaire pour les déclarations fausses ou trompeuses contenues dans le prospectus, jusqu'à concurrence de dommages-intérêts correspondant au produit brut du placement. Le terme « promoteur » est défini de différentes manières dans la législation en valeurs mobilières de tous les territoires représentés au sein des ACVM, à l'exception de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. L'Autorité des marchés financiers entend interpréter largement la notion de promoteur dans son analyse de prospectus. Nous estimons que les vendeurs qui reçoivent directement ou indirectement une part significative du produit du placement en contrepartie de leurs services ou de biens relativement à l'établissement de l'entreprise de la fiducie de revenu sont des promoteurs et devraient signer le prospectus à ce titre.

4.4.2. Signification d'« entreprise » de la fiducie de revenu

Dans le domaine des placements indirects, il semble planer une incertitude sur la question de savoir si l'« entreprise d'un émetteur », au sens donné à cette expression dans la définition de « promoteur » en vigueur dans certains territoires représentés au sein des ACVM, désigne l'entreprise de l'émetteur (la fiducie de revenu) ou celle de la société en exploitation. On se demande plus particulièrement si, pour être promoteur, une personne doit avoir participé à la fondation, à l'organisation ou à une restructuration importante de l'entreprise de la société en exploitation, ou à la fondation, à l'organisation ou à une restructuration importante de la fiducie de revenu elle-même.

Nous estimons que, la plupart du temps, la fiducie de revenu émetteur a pour principaux objectifs de mener à terme l'appel public à l'épargne et d'acquérir la participation dans la société en exploitation. Il convient selon nous de centrer l'analyse sur la participation à la fondation, à l'organisation ou à une restructuration importante de la fiducie de revenu elle-même.

Nous estimons également que toute personne qui a procédé ou participé à la formation, à l'organisation ou à une restructuration importante (au sens souvent donné à ces termes dans la définition de « promoteur ») de la société en exploitation ne cesserait pas d'être promoteur dans le cadre du placement simplement parce que celui-ci est indirect. La fiducie de revenu et la société en exploitation ne sont pas suffisamment indépendantes l'une de l'autre pour justifier cette conclusion. La question de savoir si une personne a pris part à la fondation, à l'organisation ou à une restructuration importante de l'entreprise de la fiducie de revenu et de celle de la société en exploitation est une question de fait. Par conséquent, la fiducie de revenu et les placeurs devraient prendre leur décision à ce sujet en tenant compte des faits pertinents.

4.4.3. Information à fournir sur les conséquences découlant du fait que la société en exploitation est considérée comme un promoteur

Si la société en exploitation signe le prospectus à titre de promoteur mais que les vendeurs n'y conservent aucune participation ou n'y conservent qu'une participation symbolique à la fin du placement, le droit de demander des dommages-intérêts à la société en exploitation pour information fausse ou trompeuse n'offre que peu d'avantages aux investisseurs, voire aucun, parce que la fiducie de revenu acquiert une participation totale ou presque dans la société en exploitation. Par conséquent, le prospectus devrait indiquer que, nonobstant la responsabilité légale de la société en exploitation pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus, les investisseurs qui décident d'exercer leur recours n'en tireront que peu d'avantages, voire aucun, parce qu'un jugement en leur faveur entraînerait une baisse de la valeur de la société en exploitation (souvent l'unique actif de la fiducie de revenu) et, partant, une baisse de la valeur de leurs titres de la fiducie de revenu. De plus, la société en exploitation n'aurait peut-être pas les moyens de faire droit à une telle réclamation.

Nous estimons que ce type d'information serait utile pour les investisseurs qui ne comprennent peut-être pas les conséquences découlant du fait que la société en exploitation est considérée comme un promoteur de la fiducie de revenu, comme c'est souvent le cas.

En revanche, lorsque les vendeurs conservent une participation importante dans la société en exploitation, le fait que cette dernière est promoteur présente un avantage parce que la valeur de la participation pourrait éventuellement servir à payer des dommages-intérêts sans que les titres de la fiducie de revenu détenus par les investisseurs subissent pour autant une baisse de valeur correspondante.

4.5. Responsabilité contractuelle

4.5.1. Responsabilité contractuelle habituelle des vendeurs à l'égard de l'information figurant dans le prospectus

Notre examen des prospectus de placements indirects indique que, lorsque les vendeurs ne signent pas le prospectus, ils prennent généralement par contrat la responsabilité des questions liées aux activités de la société en exploitation. Ils donnent généralement à l'émetteur, dans le contrat de vente, des garanties à propos de la société en exploitation et de ses activités. En outre, dans plusieurs placements indirects, les vendeurs ont déclaré dans le contrat de vente que le prospectus ne contenait pas d'information fausse ou trompeuse (ci-après une « déclaration à propos de l'information figurant dans le prospectus »).

4.5.2. Préoccupations relatives à l'application des dispositions actuelles aux placements indirects

Nous craignons que :

i) les investisseurs ne se rendent pas compte que la loi ne leur donne pas toujours de recours contre les vendeurs, contrairement à ce qui serait le cas dans un placement direct si les vendeurs étaient considérés comme des « porteurs dont les titres ont été placés »;

ii) les vendeurs ne fournissent pas de déclarations à propos de l'information figurant dans le prospectus dans des situations où nous les jugerions appropriées;

iii) l'information fournie dans le prospectus à propos des déclarations, des garanties et des restrictions connexes fournies par les vendeurs dans le contrat de vente ne soit ni suffisamment détaillée ni exposée assez clairement pour que les investisseurs comprennent la responsabilité contractuelle des vendeurs;

iv) les déclarations et garanties des vendeurs ne traitent pas adéquatement de la possibilité que les investisseurs perdent les droits et recours que la législation en valeurs mobilières leur offrirait dans le cadre d'un placement direct.

4.5.3. Information à fournir au sujet de la responsabilité des vendeurs

Vu les préoccupations exprimées au paragraphe 4.5.2, tout prospectus relatif à un placement indirect dans lequel une partie du produit est versée aux vendeurs devrait :

i) indiquer clairement que les investisseurs peuvent ne pas avoir de recours direct contre les vendeurs pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus, à moins que les vendeurs ne soient promoteurs ou administrateurs de l'émetteur ou qu'ils ne soient tenus de signer le prospectus;

ii) décrire en détail les déclarations et garanties contenues dans le contrat de vente, ainsi que les indemnités prévues par celui-ci (y compris les restrictions importantes connexes), de même que les négociations (parties y compris); cette information doit être résumée dans le sommaire;

iii) indiquer que le contrat de vente est un contrat important et recommande aux investisseurs de le lire pour connaître les déclarations et garanties des vendeurs, les indemnités qu'ils ont convenu de payer et les restrictions connexes;

iv) indiquer les mesures prises pour offrir aux investisseurs des droits et des recours contre les vendeurs en remplacement de ceux offerts par la législation en valeurs mobilières dans le cadre d'un placement direct.

Le résumé des stipulations pertinentes du contrat de vente devrait également indiquer clairement :

- i)* le total du produit versé aux vendeurs en contrepartie de leur participation dans la société en exploitation;
- ii)* la nature des déclarations et des garanties des vendeurs, y compris toute limite importante, en indiquant notamment s'ils ont fourni une déclaration à propos de l'information figurant dans le prospectus;
- iii)* la durée de validité des déclarations et garanties après la fin du placement;
- iv)* toute limite financière des obligations d'indemnisation des vendeurs;
- v)* toute autre limite des obligations d'indemnisation des vendeurs.

Le résumé des dispositions du contrat de vente devrait indiquer clairement la portée de l'engagement des vendeurs (en termes d'indemnités) à respecter leurs déclarations et les garanties fournies à l'émetteur.

Le personnel des ACVM pourrait recommander de refuser le visa si les vendeurs touchent le produit d'un placement indirect en vendant leur participation dans une société en exploitation sans réellement assumer de responsabilité (directement ou indirectement) pour l'information fournie dans le prospectus, que ce soit dans le contrat de vente, en signant le prospectus ou d'une autre façon.

4.5.4. Préoccupations concernant la nature et la portée des déclarations formulées, et des garanties et indemnités offertes par les vendeurs dans le contrat de vente

Les déclarations et garanties des vendeurs, ainsi que le genre d'indemnités qu'ils sont prêts à offrir à l'émetteur dans le cadre d'un placement indirect dépendent des circonstances, et notamment de la nature de la société en exploitation et de ses activités, ainsi que de la nature et de l'importance de la participation des vendeurs (individuellement ou dans l'ensemble) dans la société en exploitation.

Voici des exemples de situations qui nous préoccupaient parce que les vendeurs n'assumaient pas de responsabilité appropriée dans le cadre de placements indirects :

- i)* certains vendeurs, désignés comme des vendeurs actifs, présentant les caractéristiques suivantes :
 - ils avaient une influence importante sur le contrôle de la société en exploitation avant le placement et participaient au placement et (ou) à la direction ou à la supervision de la direction de la société en exploitation avant le placement;
 - ils avaient une influence (soit seuls, soit avec d'autres) sur le placement;

- les membres de la haute direction de la société en exploitation;
 - vendaient à l'émetteur une part non négligeable de leur participation dans la société en exploitation à la fin du placement mais :
 - a) ne signaient pas le prospectus à titre de promoteurs;
 - b) ne faisaient pas dans le contrat d'achat de déclaration à propos de l'information figurant dans le prospectus;

ii) l'obligation du vendeur d'indemniser l'émetteur si le prospectus renfermait de l'information fausse ou trompeuse était limitée à un montant inférieur au produit touché par le vendeur en contrepartie de sa participation dans la société en exploitation ou limitée par une franchise ou un autre seuil empêchant de réclamer des indemnités si le montant des réclamations (séparément ou en totalité) est inférieur à un certain niveau ;

iii) la responsabilité pour l'information utilisée en vue du placement était indûment limitée, eu égard à la nature de l'investissement du vendeur, car le délai pendant lequel il était possible de poursuivre ce dernier pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus était nettement plus court que celui pendant lequel on peut poursuivre l'émetteur pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus.

Si le vendeur actif n'est responsable de la présentation d'information fausse ou trompeuse dans le contrat de vente que s'il en a connaissance, nous nous attendons à ce qu'il ait l'obligation corrélative de faire le nécessaire pour confirmer l'exactitude de sa déclaration. Par exemple, un vendeur actif ne faisant pas partie de la direction devrait demander les renseignements appropriés aux dirigeants de la société en exploitation.

Les ACVM conviennent qu'il peut y avoir une limite aux indemnités que certains vendeurs peuvent payer et au délai pendant lequel on peut réclamer ces indemnités. Pour déterminer si les vendeurs ont assumé une juste responsabilité (directement ou indirectement) pour l'information utilisée en vue du placement, nous évaluerons généralement l'ensemble des déclarations, garanties et indemnités offertes par les vendeurs en tant que groupe, au lieu d'évaluer chaque élément ou vendeur séparément. Nous estimons que cette façon de faire est conforme aux réalités commerciales en fonction desquelles les parties à ces opérations répartissent les risques et les avantages.

PARTIE 5 DOCUMENTS PROMOTIONNELS

5.1. Préoccupations relatives aux documents promotionnels

Les personnes inscrites sollicitent souvent les investisseurs pendant la « période d'attente » qui s'étend entre le visa du prospectus provisoire et celui de la version définitive, et pendant la période suivant le visa de la version définitive et la fin du premier appel public à l'épargne. En plus de la distribution du prospectus provisoire (ou de la

version définitive, si elle est disponible) aux investisseurs éventuels, ce processus entraîne souvent la distribution de documents (comme des cahiers verts) aux courtiers inscrits et aux membres des syndicats de prise ferme. L'information figurant dans ces documents est généralement une version sommaire simplifiée de celle qui figure dans le prospectus et devrait s'y limiter (sauf pour ce qui est de l'information sur les modalités de base de placements analogues et de l'information générale sur le marché, qui ne sont pas propres à l'émetteur).

Les documents promotionnels utilisés dans le cadre des placements de fiducies de revenu insistent souvent sur le « rendement ». Or nous craignons que ce mot ne soit pas bien compris, non seulement parce qu'il a des connotations ou est communément utilisé dans un sens qui ne correspondent pas aux caractéristiques des parts de fiducies de revenu, mais aussi parce que la relation entre le « rendement » décrit dans ces documents et l'information figurant dans le prospectus peut être équivoque.

Dans le domaine des placements de fiducies de revenu, le terme « rendement » désigne généralement le rendement obtenu au bout d'un an (exprimé en pourcentage du prix de souscription des parts), si les montants que la fiducie de revenu entend verser aux porteurs en vertu de sa politique de distribution sont réellement versés. Dans le cadre de l'information continue, les émetteurs devraient tenir compte des attentes qu'ils ont communiquées précédemment aux investisseurs en matière de rendement, notamment au moyen de documents promotionnels. Il est important que l'information sur le rendement indique si les attentes sont satisfaites et dans quelle mesure elles le sont. Le cas échéant, les émetteurs devraient inclure dans leur rapports de gestion intermédiaires et annuels une comparaison entre le rendement prévu qui a été communiqué précédemment et le rendement réel.

5.2. Information à fournir dans les cahiers verts

Nous craignons que l'utilisation du terme « rendement » dans les documents promotionnels ne laisse entendre que le droit des porteurs de parts aux distributions est fixe. Nous nous attendons donc à ce que toute mention du « rendement » soit accompagnée d'un avertissement précisant que, contrairement aux émetteurs de titres à revenu fixe, les fiducies de revenu ne sont aucunement tenues de verser un montant fixe aux porteurs et que les versements pourraient diminuer, voire être suspendus, ce qui ferait baisser le rendement par rapport au prix de souscription.

Nous craignons également que la présentation d'un rendement dans les documents promotionnels ne soit une source de confusion, parce que le rendement n'est généralement pas indiqué dans le prospectus. Si les documents promotionnels indiquent un rendement, nous nous attendons à ce qu'ils renvoient à l'information figurant dans le prospectus sur laquelle ils sont fondés (et notamment aux liquidités distribuables pro forma). En particulier, toute indication du rendement dans les documents promotionnels de la fiducie de revenu devrait indiquer également la proportion des liquidités distribuables pro forma

(selon le prospectus) que ce rendement représenterait. Le paragraphe 6.5.2 contient des directives sur la présentation des liquidités distribuables dans les cahiers verts.

De plus, si les documents évoquent les économies d'impôt (comme les remboursements de capital) que les versements permettent de réaliser, nous nous attendons à ce que l'information à ce sujet soit claire et, dans la mesure du possible, chiffrée. Par exemple, il faudrait indiquer clairement la portion estimative des versements qui sera à imposition différée pendant la période prévisible, ainsi que les conséquences fiscales, au besoin en faisant des renvois.

5.3. Les fiducies de revenu doivent-elles nous fournir des exemplaires de leurs cahiers verts?

Oui. Les fiducies de revenu émettrices devraient fournir un exemplaire de tous leurs cahiers verts aux autorités en valeurs mobilières lorsqu'elles déposent un prospectus provisoire, ainsi que toute documentation qui explique clairement et succinctement comment le rendement (s'il est indiqué dans les cahiers verts) est calculé à partir de l'information figurant dans le prospectus. En outre, nous pouvons demander tout autre document promotionnel relatif aux placements de parts d'une fiducie de revenu.

PARTIE 6 QUESTIONS RELATIVES À L'INFORMATION CONTINUE

6.1. Information continue concernant la société en exploitation

La performance et les perspectives d'avenir des fiducies de revenu dépendent surtout de la performance et des activités de la société en exploitation. Pour prendre une décision éclairée concernant l'achat de parts d'une fiducie de revenu, l'investisseur a généralement besoin d'informations détaillées sur la société en exploitation. Il lui faut notamment i) les états financiers intermédiaires et annuels de la société en exploitation, accompagnés des rapports de gestion connexes des périodes comptables pertinentes, ii) des informations complètes sur les activités de la société en exploitation (du même ordre que l'information qui devrait figurer dans la notice annuelle) et iii) les communiqués et déclarations de changement important concernant les changements intervenus dans les activités, l'exploitation ou le capital de la société en exploitation.

La fiducie de revenu doit inclure dans toute déclaration d'acquisition d'entreprise concernant l'acquisition d'une société en exploitation qui est déposée conformément à la partie 8 du Règlement 51-102 (ou au texte qui le remplace) de l'information financière à jour sur la société.

Si la législation en valeurs mobilières de certains territoires représentés au sein des ACVM est ambiguë et n'indique pas clairement si l'information ci-dessus concernant la société en exploitation est exigée par les émetteurs assujettis qui sont des fiducies de revenu ou d'autres entités non constituées en personne morale, la fiducie de revenu émettrice devrait déposer un ou plusieurs engagements auprès des autorités en valeurs mobilières avant d'obtenir le visa du prospectus, d'exécuter un plan d'arrangement touchant une

société en exploitation ou d'acquérir une participation directe ou indirecte dans une société en exploitation. Voici un exemple du type d'engagement auquel nous nous attendons :

A) la fiducie de revenu traitera la société en exploitation comme une filiale pour remplir ses obligations d'émetteur assujetti; toutefois, si les principes comptables généralement reconnus (PCGR) qu'elle utilise interdisent la consolidation de son information financière et de celle de la société en exploitation, elle fournira aux porteurs de parts, tant que la société en exploitation (ainsi que ses intérêts commerciaux importants) représentera un actif important pour elle, les états financiers annuels vérifiés et intermédiaires de la société en exploitation, établis conformément aux mêmes PCGR que ceux qu'elle utilise pour ses états financiers, ainsi que le rapport de gestion connexe, établi conformément au Règlement 51-102 (ou au texte qui le remplace) (ainsi que de l'information sur les intérêts commerciaux importants de la société);

B) la fiducie de revenu attestera annuellement qu'elle a respecté son engagement et déposera l'attestation au moyen de SEDAR en même temps que ses états financiers annuels.

Nous reconnaissons que, dans certaines circonstances, la fiducie de revenu n'a pas directement accès à l'information financière de la société en exploitation, par exemple si elle détient une participation inférieure à 50 %. Dans ce cas, elle devrait s'assurer de pouvoir suivre les directives énoncées à l'article 6.1, que ce soit en les intégrant aux modalités du contrat d'acquisition ou d'une autre façon.

6.2. Information financière comparative

La plupart des fiducies de revenu sont la continuation d'une entreprise qui était exploitée auparavant sous une autre forme juridique (par exemple, une société par actions). Nous estimons que le changement de forme juridique ne change pas le fond des activités et n'empêche donc pas la fiducie de revenu de présenter l'information financière de l'entreprise sous-jacente pour sa première période intermédiaire et son premier exercice, y compris le période intermédiaire au cours de laquelle elle a été créée.

En ce qui concerne les acquisitions comptabilisées selon la méthode de l'acquisition, les fiducies de revenu devraient fournir dans leurs rapports de gestion intermédiaires et annuels les chiffres correspondants de l'entreprise absorbée. En ce qui concerne les fiducies créées au cours d'une période intermédiaire, leur premier rapport de gestion intermédiaire devrait contenir de l'information financière sur l'entreprise absorbée (du début de la période intermédiaire pertinente jusqu'à la date de création de la fiducie) et de l'information financière sur la fiducie (à compter de la date de sa création). Voici une liste non exhaustive de chiffres pertinents :

- Produits d'exploitation/ventes
- Coût des marchandises vendues

- Marge bénéficiaire brute
- Frais généraux et administratifs
- Bénéfice net

Si le transfert de la société en exploitation à une fiducie de revenu est comptabilisé à la valeur comptable, nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu fournisse dans ses états financiers les chiffres correspondants des exercices antérieurs de l'entreprise sous son ancienne forme juridique.

Lorsque l'émetteur juge inopportun de fournir de l'information comparative, par exemple si la fiducie de revenu est le résultat de plusieurs acquisitions, nous l'encourageons à consulter la ou les autorités en valeurs mobilières compétentes avant de déposer les documents d'information continue pertinents.

6.3. Constatation des actifs incorporels

Selon les PCGR, tous les actifs incorporels acquis dans le cadre d'un regroupement d'entreprises doivent être dûment comptabilisés. En outre, une fraction du coût d'acquisition total doit être attribuée à tous les actifs incorporels acquis, en fonction de la juste valeur de ces éléments à la date d'acquisition. Pour aider les investisseurs à apprécier l'évaluation et le coût attribué aux actifs incorporels, les fiducies de revenu devraient décrire dans le document d'offre la ou les méthodes utilisées pour évaluer les actifs incorporels.

6.4. Les initiés à l'égard de la société en exploitation sont-ils également initiés à l'égard de la fiducie de revenu aux fins de la législation?

De même que la performance et les perspectives d'avenir des fiducies de revenu dépendent, selon nous, de la performance et des perspectives de la société en exploitation, les personnes qui seraient considérées comme des initiés (au sens de la législation en valeurs mobilières applicable) à l'égard de la société en exploitation si celle-ci était émetteur assujetti doivent remplir leurs obligations de déclaration comme si elles étaient aussi initiées à l'égard de la fiducie de revenu.

Si la législation en valeurs mobilières de certains territoires représentés au sein des ACVM n'indique pas clairement si les initiés à l'égard de la société en exploitation sont aussi initiés à l'égard de la fiducie de revenu (ou d'une autre entité non constituée en personne morale), l'émetteur devrait déposer un engagement auprès des autorités en valeurs mobilières avant d'obtenir le visa du prospectus, d'exécuter un plan d'arrangement touchant la société en exploitation ou d'acquiescer une participation directe ou indirecte dans une société en exploitation. Nous nous attendons à ce que l'engagement prévoie que, tant que la fiducie de revenu restera émetteur assujetti, elle prendra les mesures appropriées pour exiger de toute personne qui serait considérée comme un initié à l'égard de la société en exploitation ou d'une personne ayant une relation spéciale avec la société en

exploitation, si celle-ci était émetteur assujéti, qu'elle dépose des déclarations d'initiéés concernant ses opérations sur les parts de la fiducie de revenu (y compris sur les titres échangeables qui permettent d'acquérir des parts) et qu'elle se conforme aux interdictions d'opérations d'initiéés prévues par la loi. Nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu atteste annuellement au moyen de l'attestation visée au paragraphe B de l'article 6.1 ci-dessus qu'elle a respecté son engagement.

Nous craignons que d'autres personnes en possession d'information importante et inconnue du public au sujet de la fiducie de revenu i) ne répondent pas à la définition d'« initié » (au sens de la législation en valeurs mobilières applicable) ou ii) ne soient pas visées par l'engagement. Par conséquent, nous pourrions exiger des engagements supplémentaires dans certains cas. Les fiducies de revenu devront obtenir les engagements contractuels voulus des personnes et entités tenues de se conformer aux engagements susmentionnés.

À la suite de récentes modifications de la législation en valeurs mobilières de l'Alberta, les initiéés à l'égard de la société en exploitation et de la société de gestion sont réputés initiéés à l'égard de la fiducie de revenu dans cette province. Les ACVM rédigent actuellement un projet de règlement pancanadien qui harmoniserait et simplifierait les obligations de déclaration des initiéés à l'égard d'émetteurs assujétiés. Le projet de règlement devrait harmoniser les obligations faites aux initiéés à l'égard des sociétés en exploitation et aux sociétés de gestion de déposer des déclarations concernant leurs opérations sur les titres de la fiducie de revenu. Tant que ce règlement pancanadien sur les déclarations d'initiéés ne sera pas entré en vigueur, nous exigerons que les fiducies continuent de fournir les engagements ci-dessus.

6.5. Rapport de gestion

6.5.1. Risques et incertitudes

En vertu de l'Annexe 51-102A1, *Rapport de gestion*, les fiducies de revenu doivent analyser les tendances et les risques importants qui ont eu une incidence sur les états financiers de la société en exploitation, ainsi que les tendances et les risques qui pourraient dorénavant en avoir une. Bien que les instructions de l'Annexe 51-102A1 ne l'indiquent pas expressément, les fiducies de revenu devraient, pour remplir leurs obligations en matière d'information sur les risques, fournir une analyse détaillée des facteurs de risque liés à l'engagement potentiel à remplacer et à entretenir des immobilisations, notamment une analyse quantitative des dépenses annuelles en immobilisations par rapport aux dépenses actuelles, ainsi que leur incidence prévue sur les distributions.

6.5.2. Analyse des liquidités distribuées

Bien que la plupart des fiducies de revenu aient l'intention de distribuer leurs liquidités disponibles aux porteurs de parts, aucune distribution n'est garantie. Le montant distribué dépendra de nombreux facteurs, notamment de la performance financière de la

société en exploitation, des clauses restrictives de ses contrats de prêt et de ses titres de créance, de ses besoins en fonds de roulement et de ses besoins de capitaux à venir. Il est important que les porteurs de parts disposent d'information sur la source des distributions, et sachent notamment si elles ont été financées par un emprunt de l'émetteur, et qu'on leur indique si les montants versés ne peuvent être classés comme rendement du capital investi. Bien que les instructions des Annexes 51-102A1 ne l'indiquent pas expressément, les fiducies de revenu devraient, pour remplir leurs obligations en matière d'information sur les liquidités, fournir suffisamment d'information sur leurs sources de financement pour les distributions de liquidités actuelles et futures pour que les porteurs puissent comprendre si une partie des distributions a été financée par des flux de trésorerie non liés aux activités d'exploitation. De même, les fiducies de revenu devraient quantifier ces montants et exposer leur incidence sur leur capacité de maintenir les distributions à long terme si elles se servent de flux de trésorerie non liés aux activités d'exploitation pour financer les distributions.

Les fiducies de revenu peuvent résoudre les difficultés évoquées à l'article 2.1 et ci-dessus en résumant dans leurs rapports de gestion intermédiaires et annuels les principaux éléments de leur performance qu'il est nécessaire de connaître pour évaluer la durabilité de leurs distributions de liquidités. On peut résumer l'information en se servant d'un tableau comme celui-ci :

		Dernier trimestre	Cumulatif pour l'exercice courant (Exercice 1)	Derniers exercices	
				(Exercice 2)	(Exercice 3)
A.	Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation *	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>
B.	Bénéfice net (perte nette)	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>
C.	Distributions de liquidités réelles ou payables au cours de la période comptable**	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>
D.	Excédent (déficit) des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation par rapport aux distributions (A) – (C)***	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>

E.	Excédent (déficit) du bénéfice net par rapport aux distributions				
	(B) – (C)***	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>	<u>XX \$</u>

* Prend en compte les variations des éléments hors caisse du fonds de roulement.

** Comprend les distributions versées ou payables pour toutes les catégories de parts et, le cas échéant, les distributions spéciales versées ou payables au cours de la période comptable.

*** Les fiducies de revenu peuvent présenter l'excédent (le déficit) dans les lignes D et (ou) E sous forme de ratio ou de pourcentage. Dans ces cas, nous nous attendons à ce que le ratio ou le pourcentage soit déterminé uniquement en fonction des montants indiqués dans les lignes A, B et C du tableau, selon le cas.

Le tableau ci-dessus donne de l'information claire sur la relation entre les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation et le bénéfice net (la perte nette), ainsi que les distributions historiques.

Si les distributions sont plus élevées que le bénéfice net (la perte nette) ou les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation, ce qui nécessite d'indiquer un déficit dans une des colonnes du tableau ci-dessus, la fiducie de revenu doit notamment, pour contribuer à une analyse équilibrée de ses résultats d'exploitation et de la situation financière :

i) expliquer pourquoi elle a décidé de faire des distributions constituant en partie un remboursement de capital au sens financier du terme ou encore pourquoi elle ne juge pas qu'une partie de ces distributions doive être considérée comme un remboursement de capital au sens financier du terme;

ii) quantifier et décrire les sources des liquidités utilisées pour combler le déficit;

iii) indiquer ses obligations ou celles de ses filiales relativement aux sources de liquidités utilisées pour combler le déficit, notamment les conditions de remboursement et les intérêts à payer;

iv) préciser si un contrat important a été modifié pour combler le déficit et si des renoncements ou des consentements ont été obtenus;

v) préciser si elle s'attend à ce que les distributions continuent, dans l'avenir prévisible, à dépasser le bénéfice net et (ou) les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation; dans l'affirmative, elle devrait indiquer les conséquences que cela aura sur la durabilité des distributions; sinon, elle devrait expliquer les raisons pour lesquelles elle ne s'attend pas à ce que cette situation se maintienne;

vi) préciser si elle prévoit que les distributions pourraient être suspendues dans l'avenir prévisible.

Si les distributions versées ne sont pas égales aux liquidités distribuables, l'émetteur devrait aussi expliquer les différences entre les deux montants. Si les distributions versées dépassent de façon importante les liquidités distribuables, l'information sur les liquidités distribuables devrait contenir des explications détaillées sur le financement des distributions excédentaires, car cela a une incidence sur la liquidité de l'émetteur. Il ne suffit pas d'inclure des formules types ou vagues sur les sources de capitaux ou de financement de l'émetteur ni de renvoyer le lecteur à l'état des flux de trésorerie. Si une partie importante des liquidités distribuables n'a pas été distribuée, l'information sur les montants distribués devrait contenir des explications.

Pour que les obligations du rapport de gestion soient respectées, l'information sur les liquidités distribuables de l'émetteur pour une période comptable devrait être accompagnée de l'information visée aux articles 2.5, 2.6, 2.7 et 2.8, selon le cas, ainsi que du tableau ci-dessus et des explications connexes. Les émetteurs doivent également se reporter aux directives énoncées aux articles 2.5, 2.6, 2.7, 2.8 et au paragraphe 6.5.2 pour présenter l'information sur les liquidités distribuables, notamment dans les rapports de gestion annuel et intermédiaires, les communiqués et les documents promotionnels comme les cahiers verts. Se reporter également à la partie 5.

PARTIE 7 GOUVERNANCE

7.1. Attestations du chef de la direction et du chef des finances, comités de vérification et gouvernance efficace

Il est important que les investisseurs sachent comment l'émetteur et la société en exploitation s'acquitteront de leurs responsabilités en matière de gouvernance. L'émetteur devrait indiquer dans le prospectus comment ils feront et comment ils entendent se conformer aux textes suivants ou aux textes qui les remplacent, selon ce qui convient dans chaque territoire :

a) le *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs* (le « Règlement 52-109 »);

b) le *Règlement 52-110 sur le comité de vérification* ou le *BCI 52-209 Audit Committees*;

c) le *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance*.

Par exemple, l'émetteur devrait envisager d'indiquer les personnes qui signeront à titre de chef de la direction et (ou) de chef des finances pour remplir les obligations prévues par le Règlement 52-109.

Les fiducies de revenu devraient notamment consulter les dispositions suivantes des textes susmentionnés ou des instructions générales connexes en ce qui concerne les fiducies de revenu et les structures analogues :

a) la partie 4 de l'Instruction générale relative au *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*;

b) l'article 1.2 de l'Instruction générale relative au *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*;

c) l'article 1.2 de l'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*.

7.2. Autres préoccupations concernant le droit des sociétés

Les sociétés par actions sont régies par des lois qui prévoient leurs principales obligations et les droits de leurs actionnaires. Aucun régime comparable ne régit les entités non constituées en sociétés par actions comme les fiducies de revenu. L'investisseur doit consulter la déclaration de fiducie de chacune d'entre elles pour connaître leurs obligations ainsi que les droits et protections dont jouissent les porteurs de parts. Il est important que les porteurs de parts sachent que les stipulations des déclarations de fiducie peuvent s'écarter des règles minimales prescrites par le droit des sociétés et varier entre fiducies.

Pour que les porteurs de parts comprennent ces différences, les émetteurs devraient comparer les droits et obligations des actionnaires en vertu du droit des sociétés avec les droits et obligations prévus par la déclaration de fiducie, en soulignant les différences importantes. Par exemple, en vertu du droit des sociétés, toute société doit tenir une assemblée annuelle pour permettre à ses actionnaires d'exercer leur droit d'élire les administrateurs. Si la déclaration de fiducie ne permet pas aux porteurs de parts d'élire les administrateurs de la fiducie, il convient de l'indiquer clairement.

Comme nous craignons que les porteurs de parts ne jouissent pas des mêmes protections et droits, notamment des mêmes droits d'action, que les actionnaires d'une société par actions, les émetteurs devraient également inscrire la mention suivante dans leur notice annuelle (le cas échéant) et dans tout prospectus qu'ils déposent :

« Les porteurs de parts de la fiducie jouissent de tous les droits et protections fondamentaux, notamment des droits d'action, dont jouissent les actionnaires en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*. Ces protections, droits et recours sont prévus dans [acte de fiducie en date du ***]. »;

OU

« Les porteurs de parts de la fiducie jouissent de tous les droits et protections fondamentaux, notamment des droits d'action, dont jouissent les actionnaires en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, sauf : [indiquer les protections, droits et

recours exclus.] Les protections, droits et recours sont prévus dans [acte de fiducie en date du ***]. ».

Certains textes de la législation sur les sociétés, par exemple l'article 21 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, prévoient un mécanisme permettant à une personne qui souhaite faire une offre en vue d'acquérir les actions d'une société d'en demander la liste des actionnaires. La fiducie de revenu qui refuse de fournir cette liste à un initiateur devrait consulter l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*, au Québec, ou la *National Policy 62-202 – Take-Over Bids – Defensive Tactics*, ailleurs au Canada. Si le refus de fournir cette liste risque d'empêcher les porteurs de recevoir une offre publique d'achat ou une offre concurrente ou d'y répondre, les autorités en valeurs mobilières du Canada pourraient prendre les mesures qui s'imposent.

PARTIE 8 AUTRES QUESTIONS

8.1. Nom des fiducies de revenu

Comme l'indique l'article 1.2, la présente instruction vise les fiducies de revenu et non les « fonds d'investissement », au sens du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, ni les émetteurs de titres adossés à des créances ou de parts de fiducie de capital. Lors de leur création, les fiducies de revenu doivent veiller à ce que leur information indique clairement aux investisseurs qu'elles ne sont pas des fonds d'investissement ou des organismes de placement collectif. Elles devraient se garder de prendre un nom qui peut tromper les investisseurs quant à la nature de leur structure ou de leurs objectifs commerciaux. Si elles incluent des termes comme « fonds d'actions » ou « croissance du revenu » dans leur nom, elles peuvent donner à entendre par inadvertance qu'elles sont des fonds d'investissement ou des organismes de placement collectif. Or elles doivent donner aux investisseurs une idée claire de leur structure et de la nature des titres offerts.

Policy Statement 41-201 respecting Income Trusts and Other Indirect Offerings

The *Autorité des marchés financiers* (the “Authority”) is publishing the following Policy Statement:

- *Policy Statement 41-201 respecting Income Trusts and Other Indirect Offerings*

Notice of Publication

Policy Statement 41-201 respecting Income Trusts and Other Indirect Offerings was made by the Authority on July 5, 2007 and came into force on July 6, 2007.

July 6, 2007

Notice

Replacement of *Policy Statement 41-201 respecting Income Trusts and Other Indirect Offerings*

Introduction

The Canadian Securities Administrators (CSA or we), are amending *Policy Statement 41-201 respecting Income Trusts and Other Indirect Offerings* (Policy Statement 41-201).

Policy Statement 41-201 first came into effect in December 2004. On January 5, 2007, we published our draft amended Policy Statement for a 60-day comment period. The amended Policy Statement has been, or is expected to be, adopted in all jurisdictions and will replace the December 2004 version of the Policy Statement on July 6, 2007.

This notice provides a summary of the key changes to Policy Statement 41-201, the comments we received on the draft amended Policy Statement and the additional changes we made to the Policy Statement as a result of those comments.

Substance and purpose

We have reorganized Policy Statement 41-201 to more clearly group our guidance in the areas of distributable cash, prospectus offerings and continuous disclosure. The following is a summary of the key changes to the Policy Statement:

- Part 2 now focuses the guidance specifically on distributable cash. We have added guidance on distributable cash that was previously published in CSA Staff Notice 52-306 – *Non-GAAP Financial Measures* (Staff Notice 52-306) and CSA Staff Notice 41-304 – *Income Trusts: Prospectus Disclosure of Distributable Cash*, as well as other guidance about distributable cash disclosure.
- We have noted that the guidance on distributable cash applies to all disclosure about cash available for distribution, regardless of the terminology used by the issuer.
- We have noted that the guidance on disclosure of stability ratings will not apply to unsolicited stability ratings.
- We have provided guidance that issuers should include in their interim and annual MD&A a comparison between the expected yield figure previously disclosed and the actual yield.

- We have provided guidance on the presentation of distributable cash figures. We believe this disclosure should accompany all disclosures of distributable cash, including those contained in sales and marketing materials.
- We have clarified the content of the undertakings we expect for insider reporting and financial information of subsidiaries and the circumstances under which we expect these undertakings to be provided.
- We have clarified our expectations of MD&A disclosure of distributed cash.
- We have clarified our guidance on the disclosure of differences between corporate law protections and those provided by an issuer's declaration of trust.

Summary of written comments

We received submissions from 12 commenters during the comment period. See Appendix A for a summary of their comments and our responses. We would like to thank everyone who provided us with comments.

Canadian Performance Reporting Board Interpretive Release

When we published the Policy Statement for comment, we noted that the Canadian Performance Reporting Board (CPRB) of The Canadian Institute of Chartered Accountants had published for comment a draft interpretive release to the CICA publication, *Management's Discussion and Analysis: Guidance on Preparation and Disclosure*. This release provided the CPRB's views on the measurement and disclosure of distributable cash in MD&A by income trusts and other flow-through entities. We noted that we were looking forward to discussing with the CPRB the comments that they received on their draft interpretive release. We have reviewed these comments and would like to thank the CPRB for their co-operation and input.

The distributable cash guidance in this Policy Statement is intended to promote transparent disclosure for investors with respect to presentations of distributable cash. We understand that the CPRB is considering changes to its draft guidance in response to comments received and it plans to provide guidance not only on disclosure but also on a standardized measure of distributable cash derived directly from historical financial statements prepared in accordance with GAAP.

We will evaluate the form and impact of the final CPRB guidance when it is published. However, based on our current understanding of the likely content of the CPRB guidance, we believe that presentation of the standardized measure of distributable cash defined in the guidance is consistent with the objectives of the Policy Statement. Further, additional disclosure in MD&A consistent with the framework provided in the CPRB guidance would contribute to achieving the disclosure objectives of the Policy Statement.

Additional changes to the Policy Statement

After considering the comments, we made some changes to the draft Policy Statement that was published for comment in January 2007. We do not believe these changes are material and are not republishing the Policy Statement for a further comment period. These changes are summarized in Appendix B.

If you have questions, please contact any of the following:

Céline Morin
Autorité des marchés financiers
Telephone: (514) 395-0337 ext. 4395
E-mail: celine.morin@lautorite.qc.ca

Nicole Parent
Autorité des marchés financiers
Telephone: (514) 395-0337 ext. 4455
E-mail: nicole.parent@lautorite.qc.ca

Sonny Randhawa
Ontario Securities Commission
Telephone: (416) 593-2380
E-mail: srandhawa@osc.gov.on.ca

Kyler Wells
Ontario Securities Commission
Telephone: (416) 593-8229
E-mail: kwells@osc.gov.on.ca

Lara Gaede
Alberta Securities Commission
Telephone: (403) 297-4223
E-mail: lara.gaede@seccom.ab.ca

Jennifer Wong
Alberta Securities Commission
Telephone: (403) 297-3617
E-mail: jennifer.wong@seccom.ab.ca

Manuele Albrino
British Columbia Securities Commission
Telephone: (604) 899-6641
E-mail: malbrino@bcsc.bc.ca

Michael Moretto
British Columbia Securities Commission
Telephone: (604) 899- 6767
E-mail: mmoretto@bcsc.bc.ca

Tony Herdzik
Saskatchewan Financial Services Commission
Telephone: (306) 787-5849
E-mail: therdzik@sfsc.gov.sk.ca

Wayne Bridgeman
The Manitoba Securities Commission
Telephone: (204) 945-4905
E-mail: wayne.bridgeman@gov.mb.ca

Donna Gouthro
Nova Scotia Securities Commission
Telephone: (902) 424-7077
E-mail: gouthrdm@gov.ns.ca

July 6, 2007.

Appendix A

Summary of comments on the draft amended Policy Statement 41-201

Item	Reference	Summarized comment	CSA response
1.	General	Two commenters suggested that the work of the CSA in the Policy Statement be made into a rule.	We have considered the comment and continue to believe that a principles-based Policy Statement approach to the regulation of income trusts and other indirect offering structures is the appropriate regulatory course and that there is currently no justification for turning the Policy Statement into a rule.
2.	General	Four commenters suggested that the same concerns being addressed by the Policy Statement should be equally applied to corporations.	We acknowledge the comment and note that the Policy Statement applies to indirect offering structures, including those in corporate form.
3.	General	Two commenters questioned whether the Policy Statement would apply to trusts that do not use non-GAAP measures such as “distributable cash”.	The presentation of non-GAAP measures, such as distributable cash, is optional disclosure for trusts. The distributable cash guidance in the Policy Statement only applies to trusts that present non-GAAP measures.
4.	Distributable Cash Part 2.1	Four commenters encouraged the CSA to incorporate the Canadian Performance Reporting Board’s (CPRB) draft interpretive release relating to the definition of distributable cash, in order to provide greater certainty and consistency with respect to the application of this concept.	We acknowledge the comment and, where appropriate, we have made changes to the Policy Statement to more closely align with the CPRB draft guidance.
5.	Distributable Cash – Part 2.1	Three commenters expressed their support for the CSA’s principles-based disclosure guidance for distributable cash. The commenters believed that	We acknowledge these comments and continue to believe that a principles-based

		a prescribed calculation for distributable cash may not be meaningful and would reduce the information's usefulness. The commenters also believe that standardizing the concept of distributable cash would result in undue credibility on the amount and over-reliance by investors.	Policy Statement approach to the regulation of income trusts and other indirect offering structures is the appropriate regulatory course.
6.	Distributable Cash – Part 2.1	One commenter suggested that distributable cash and distributable income should not be used interchangeably since cash and income have different meanings.	<p>We acknowledge the comment and note that it is the responsibility of the issuer to ensure that it uses appropriate non-GAAP terminology to describe its cash available for distribution.</p> <p>As set out in the Policy Statement, we expect the guidance regarding distributable cash to apply to other non-GAAP terms used to describe the amount available for distribution to securityholders.</p>
7.	Distributable Cash – Part 2.1	One commenter suggested that the use of discretionary adjustments would defeat the objective of comparability.	<p>We acknowledge the comment and continue to believe that issuers should be permitted to make appropriate adjustments to the distributable cash reconciliation.</p> <p>We expect that if an issuer makes a discretionary adjustment to its distributable cash reconciliation, the guidance in Part 2.7 will apply.</p>
8.	Distributable Cash – Parts 2.2, 2.4 and 2.5	Two commenters suggested that income trusts should not discuss “cash available for distribution”, but rather only “cash distributed”, and focus on key financial measures such as “net income” and “cash flow”. If distributable cash is	We agree and have recommended in Part 6.5.2 that issuers provide a summary of actual cash distributions paid as

		to be provided, then the calculation would be derived from and reconciled to the GAAP financial statements and combined with disclosure containing a discussion of the reasons for, and the difference between distributable cash and the actual cash distributions paid.	<p>compared to net income and cash flows from operating activities.</p> <p>We believe that a summary of the main elements of a trust's performance will assist investors in assessing the financial condition of the trust and, in turn, the sustainability of the trust's distributions.</p> <p>A discussion of the reasons for the difference between distributable cash and actual distributions paid should accompany the summary.</p>
9.	Distributable Cash – Part 2.3	One commenter suggested that income trusts should fully disclose their distribution policies, including any amount of distributable cash retained in a reserve fund for future distributions, and that there should be a commentary on how the reserve fund is maintained, how it is funded and whether there has been any past usage of the fund.	We have considered this comment and are of the view that the provisions of item 1.6 – Liquidity of Form 51-102F1 MD&A would generally require this information to be disclosed in the MD&A.
10.	Distributable Cash – Part 2.6	One commenter stated that cash flows from operating activities before non-cash working capital is a more appropriate and widely used measure for comparison with distributed cash than cash flows from operating activities including changes in non-cash working capital.	We believe a distributable cash reconciliation should begin with cash flows from operating activities; a figure that can be derived from an issuer's GAAP financial statements. "Cash flows from operating activities before non-cash working capital" is not a recognized GAAP measure.
11.	Distributable Cash – Part 2.7	One commenter suggested that the proposal to discuss the work done by the issuer to ensure the completeness and reasonableness of the disclosure may not be practical or useful.	We disagree. Disclosure about what was done to support an underlying assumption for a reconciling adjustment is important

			information for investors.
12.	Distributable Cash – Part 2.7	<p>Two commenters suggested that the proposals in sections 2.6 and 2.7 which suggest that issuers provide information allowing investors to anticipate distributable cash amounts and the sustainability of distributions is akin to asking issuer to prepare a forecast.</p> <p>For example, the statement under section 2.7 that the determination of distributable cash uses “supportable assumptions given management’s judgement about the most probable set of economic conditions” implies that management has an ability to forecast such economic conditions.</p> <p>Further, a requirement to “disclose all factors, events or conditions that are likely to occur in the future that may impact the sustainability of future distributions” would be very difficult for any management team to achieve.</p>	<p>We disagree. The disclosure expectations in sections 2.6 and 2.7 of the Policy Statement are consistent with our expectations for other types of forward-looking information.</p> <p>We strongly believe issuers and their management are in the best position to evaluate and discuss events or conditions that are likely to occur in the future that may impact the sustainability of distributions.</p>
13	Distributable Cash – Part 2.7	<p>One commenter suggested that information relating to provisions that stipulate when an original vendor’s entitlement to distributions ceases to be subordinated is important because these provisions affect the amount of future distributions.</p>	<p>We acknowledge this comment and note that this information is generally disclosed in the IPO prospectus and the material contracts filed with the IPO.</p> <p>We are of the view that the provisions of item 1.6 – Liquidity of Form 51-102F1 MD&A require this information to be disclosed in the MD&A.</p>
14.	Distributable Cash – Maintenance of Productive Capacity	<p>One commenter suggested that the concept of “maintenance of productive capacity” must take into account that the cyclical nature of commodity prices influences the investment decision process of natural resource based income trusts.</p>	<p>We acknowledge this comment and note that the particular variables underlying the concept of “maintenance of productive capacity” may vary from issuer to issuer. Our intent is</p>

			that issuers consider their particular situation when applying this concept.
15.	Distributable Cash – Maintenance of Productive Capacity	<p>One commenter suggested that practical limitations exist in determining a distributable cash adjustment for maintenance of productive capacity.</p> <p>The commenter suggested that requiring disclosure about potential commitments for replacing and maintaining capital assets is not sufficient to result in a meaningful discussion of an entity's productive capacity maintenance strategy.</p>	<p>We acknowledge this comment and as a result, did not prescribe how issuers should calculate their distributable cash adjustment to maintain productive capacity.</p> <p>We expect issuers to have extensive knowledge about the operations of their underlying entities and to be able to reasonably determine their current and future cash needs to maintain productive capacity. This determination will likely vary from trust to trust and may be based on actual capital expenditures incurred in prior periods.</p>
16.	Material Debt Part 3 – A.	<p>One commenter suggested that the debt disclosure would be enhanced by including disclosure of how much of the debt is secured and what assets have been pledged as security, and what entity level the debt is being issued at.</p> <p>On an ongoing basis, disclosure of covenants and how the trust is performing relative to each measure is important.</p>	<p>Details about debt are generally disclosed in the IPO prospectus and in the material contract(s) relating to the debt.</p> <p>We have considered the comment about ongoing covenant disclosure and are of the view that the provisions of item 1.6 – Liquidity of Form 51-102F1 MD&A generally require similar information to be disclosed in the MD&A.</p>
17.	Material Debt Part 3 – A.	One commenter suggested that a separate category on SEDAR be included to identify material contracts.	SEDAR currently has a category for material contracts called “Other – material contract(s)”.

18.	Material Debt Part 3 – A.	One commenter suggested that debt obligations also be disclosed in the annual proxy circular in situations where debt covenants are in danger of being breached.	We disagree. We believe that this information is more appropriately disclosed in the MD&A and/or in a material change report (Form 51-102F2), if applicable.
19.	Material Debt Part 3 – A.	One commenter suggested that debt agreements are normal course contracts and that they need not be filed on SEDAR. The filing of these agreements can confuse and overwhelm the reader, and these agreements often contain confidentiality conditions imposed by lenders.	We disagree. We continue to believe that, in most cases, agreements relating to the material debt that have been negotiated with a third-party lender other than the issuer will be material contracts under Regulation Q-28 and Regulation 51-102 (or their respective successors) if terms of those agreements have a direct correlation with the anticipated cash distributions.
20.	Stability Ratings Part 3 – B.	<p>One commenter suggested that unsolicited stability ratings be disclosed with the fact that they were unsolicited, and that the disclosure of the source of the rating may be useful.</p> <p>Another commenter suggested that if a poor stability rating has been received, the rating should also appear in the annual proxy circular.</p>	<p>We disagree. We believe that imposing an obligation on issuers to disclose unsolicited stability ratings is not currently justified.</p> <p>Management will not have been involved in preparing the rating and may not even know that a stability rating had been determined.</p> <p>We also disagree that stability ratings be disclosed in annual proxy circulars. We continue to believe that solicited stability ratings should be disclosed in prospectuses and AIFs.</p>
21.	Executive Compensation Part 3 – C.	One commenter suggested that management contracts and incentive plans need not be filed on SEDAR if the key details are adequately	We continue to believe that management contracts and management incentive plans

		disclosed elsewhere.	that contain terms which impact distributable cash are material contracts and should be filed on SEDAR.
22.	Executive Compensation Part 3 – C.	One commenter suggested that any management contract of the operating entity should be disclosed on SEDAR and either referenced or disclosed in the proxy circular.	<p>We currently expect management contracts and management incentive plans that may have an impact on distributable cash to be filed on SEDAR. We also expect these plans to be disclosed in the prospectus.</p> <p>We note that disclosure of these contracts is also currently required by Form 51-102F5 – <i>Information Circular</i> (Item 13).</p> <p>We note that disclosure of provisions related to external management companies is currently required by Form 51-102F6 – <i>Statement of Executive Compensation</i> (Item 1.4(e)).</p>
23.	Executive Compensation Part 3 – C.	One commenter suggested that the compensation of the top five paid named executive officers should be disclosed, whether or not they function at the operating or issuer level.	<p>We believe that the existing rules about disclosure of executive compensation will require the disclosure suggested by this comment.</p> <p>We note that draft amendments to Form 51-102F6 – <i>Statement of Executive Compensation</i>, which are consistent with Part 3 of the Policy Statement, are currently out for comment.</p>
24.	Offering Specific Issues – Part 4	One commenter suggested that requiring issuers to file the full details of valuations in the context	We acknowledge the comment and have removed

		of acquisitions would put them at a competitive disadvantage relative to non-trust issuers because confidential details about earnings estimates, synergies, etc. would be required to be disclosed.	the expectation that issuers file the valuation report on SEDAR.
25.	Offering Specific Issues – Parts 4.3, 4.4, 4.5 and 4.5.2	Two commenters stated that many income trusts are acquisitive by nature and expressed concern that the regulator might require the vendor to certify the prospectus disclosure of a trust issuer. Such a requirement would restrict the ability of trusts to make acquisitions and place them at a major competitive disadvantage.	<p>We acknowledge this comment. Currently, vendors are required to certify the prospectus only if they would otherwise be promoters or if it is necessary in the public interest.</p> <p><i>Draft Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements</i> (Regulation 41-101) includes proposals regarding certification requirements for prospectuses generally. The draft Regulation 41-101 was published for comment on December 21, 2006.</p> <p>We do not propose changing the existing guidance in the Policy Statement at this time and have referred this comment to the CSA Committee responsible for Regulation 41-101.</p> <p>Policy Statement 41-201 may be amended to reflect the conclusions reached with respect to Regulation 41-101.</p>
26.	Promoter Liability – Part 4.4	One commenter suggested that the lack of clarity of the terms “selling securityholder” and “promoter” is problematic. The concept under section 4.4 that the formation of an income trust itself constitutes the party as a promoter of the business of the income trust issuer strains the	We acknowledge this comment. <i>Draft Regulation 41-101 respecting General Prospectus Requirements</i> (Regulation 41-101) includes proposals regarding

		<p>common sense understanding of “promoter” and is inconsistent with the remainder of the Policy Statement which focuses on the underlying operating entity as the business of substance.</p> <p>As a result of the October 31, 2006 federal government announcement on income trusts, the commenter believes that it is unlikely that any new income trusts will be created, and as a result the promoter analysis under section 4.4 will have no further application.</p> <p>The commenter suggested that current attempts to stretch the application of the promoter rules should be put aside in favour of developing a new and more flexible rule that addresses what might more fairly be called “selling securityholder” liability.</p>	<p>certification requirements for prospectuses generally. The draft Regulation 41-101 was published for comment on December 21, 2006.</p> <p>We do not propose changing the existing guidance in the Policy Statement at this time and have referred this comment to the CSA Committee responsible for Regulation 41-101.</p> <p>Policy Statement 41-201 may be amended to reflect the conclusions reached with respect to Regulation 41-101.</p>
27.	Sales and Marketing Materials – Part 5	<p>Three commenters suggested that income trusts should refrain from using the term “yield” due to its association with fixed income investments and instead use “return on capital” and “return of capital”.</p> <p>Another commenter suggested that since yields are determined by the distributions and the market price of the security and because the market price is determined by factors that are outside the influence of the issuer, it is inappropriate for issuers to comment on their yield.</p>	<p>We expect trusts that use the term “yield” to comply with the guidance set out in Part 5 including supplemental disclosure distinguishing units from a fixed income security.</p> <p>As discussed in Part 5.1, we believe is important for the issuer to disclose whether it has made all distributions necessary to achieve the previously stated “yield” figure.</p>
28.	Continuous Disclosure – Part 6	<p>One commenter suggested that disclosing economic return of capital would require complex explanation of these concepts which would result in a discussion that is not meaningful or useful.</p>	<p>We disagree. We believe it is important for investors to be aware that a portion of distributions received may represent a repayment of their principal investment. This disclosure will assist investors in assessing the sustainability of distributions.</p>

29.	Continuous disclosure – Maintenance Capital	<p>One commenter suggested that the deduction of “maintenance capital” is extremely difficult to derive for energy trusts.</p> <p>The commenter suggested making the disclosure of “maintenance capital” voluntary for trusts that claim they have a sustainable business model.</p>	<p>We agree with the first comment and have made corresponding changes to Part 2.6 of the Policy Statement.</p> <p>We disagree with the second comment. We believe that adjustments for capital expenditures, whether to maintain productive capacity of the issuer or otherwise, should be included in an issuer’s distributable cash reconciliation.</p> <p>We expect issuers that do not claim to have a sustainable business model to adequately disclose this fact and its implications.</p>
30.	Continuous Disclosure – Part 6.5.2	<p>Several commenters suggested that there should be a clear distinction made between distributions classified as “return on capital” and distributions classified as “return of capital”.</p>	<p>We acknowledge the comment. However, we understand that there are practical limitations that may prevent trusts from making a clear distinction between distributions that are a “return on capital” or a “return of capital” for tax purposes.</p> <p>Despite this limitation, if an issuer’s distributed cash, at the end of a period exceeds either its cash flows from operating activities or net income, it should consider whether the excess distributions represent an economic return of capital.</p> <p>When distributions paid represent an economic return of capital, we expect issuers</p>

			to include disclosure stating this and to discuss the impact on future distributions.
31.	Continuous Disclosure – Part 6.5.2	One commenter suggested that including net income as one of the measures in the table in the proposal seemed inconsistent with the earlier assertion that distributable cash is more closely aligned to cash flow from operations.	<p>We did not intend to imply that net income was a more closely aligned measure to distributable cash than cash flows from operating activities.</p> <p>Net income is another performance indicator that will assist investors in assessing the financial condition of the trust and, in turn, the sustainability of the trust's distributions.</p>
32.	Continuous Disclosure – Part 6.5.2	One commenter suggested that the discussion of cash flow from operating activities compared to net income is not indicative of the productive capacity of an oil and gas trust since net income includes non-cash items such as future income tax and depletion, depreciation, amortization and accretion (DDA&A). DDA&A is based on historical costs of property, plant and equipment and not the fair market value of replacing those assets in the current environment.	<p>The primary goal of the table in Part 6.5.2 is to show the relationship between the GAAP figures for cash flows from operating activities and net income and historical distributed cash figures. This table and the accompanying disclosure were not intended to indicate the productive capacity of an issuer.</p> <p>If applicable, we expect a discussion of productive capacity to be provided with the issuer's distributable cash reconciliation.</p>
33.	Continuous Disclosure – Part 6.5.2	One commenter suggested that the concept of providing investors with "information about the sources of the distributed cash that they receive, including whether an issuer borrowed amounts to finance distributions" is an exercise in futility since the allocation of cash to specific sources is arbitrary.	Existing MD&A disclosure requirements for liquidity and capital resources under Regulation 51-102F1 sections 1.6 and 1.7 give the reader an understanding of the issuer's overall operating and capital

			<p>requirements compared to their available sources of funding.</p> <p>However, we believe it is important to highlight for the reader cases where cash distributions exceed cash flow from operating activities and to explain how the distributions were funded.</p>
34.	Continuous Disclosure – Part 6.5.2	One commenter suggested that the proposed tabular format does not provide additional useful information since all of this quantitative information can be obtained from an issuer's GAAP financial statements.	We acknowledge this comment. However, we believe providing additional prominence to specific financial indicators is useful information for investors.
35.	Corporate Governance – Part 7	One commenter suggested that information comparing the rights of unitholders of a trust to the rights of corporate shareholders should be included in the proxy circular.	<p>We acknowledge this comment and note that we expect disclosure to be provided in the annual information form under the requirements of Item 15.1 of Form 51-102F2.</p> <p>We also note that this information is generally available in the IPO prospectus and in the material contract filed on SEDAR, which sets out the rights of securityholders.</p>
36.	Corporate Governance – Part 7	One commenter suggested that operating entities, in addition to issuers, disclose how they will discharge their governance responsibilities.	Part 7 of the Policy Statement contains our expectation that the issuer disclose how the issuer and the operating entity will satisfy governance responsibilities.

Appendix B

Summary of Changes

The following summarizes the changes to the Policy Statement from the version published for comment on January 5, 2007.

- *Valuation reports:* In Part 4.1 we have deleted the expectation that, if a third-party valuation is obtained in an initial public offering, the valuation report should be filed on SEDAR.
- *Capital adjustments:* In Part 2.6 we have clarified the guidance to note that an issuer that does not intend to sustain the business of its operating entity going-forward (for example, in the case of depleting assets) should clearly state this in its distributable cash reconciliation.

We further clarified the guidance in this part to note that capital adjustments may be based on actual capital expenditures.

POLICY STATEMENT 41-201 RESPECTING INCOME TRUSTS AND OTHER INDIRECT OFFERINGS

PART 1 INTRODUCTION

1.1. What is the purpose of the Policy Statement?

It is a fundamental principle that everyone investing in securities should have access to sufficient information to make an informed investment decision. The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) believe that there are distinct attributes of an investment in income trust units that should be clearly disclosed.

Within our securities regulatory framework, raising capital in the public markets results in certain rights and obligations attaching to issuers and investors. We believe that it would be beneficial to express our view in a Policy Statement about how the existing regulatory framework applies to non-corporate issuers (such as income trusts) and to indirect offering structures in order to minimize inconsistent interpretations and to better ensure that the principles underlying the requirements are preserved. Our concerns relate to the quality and nature of prospectus and continuous disclosure, accountability for prospectus disclosure and liability for insider trading. We have drafted a Policy Statement rather than a rule because we believe that the existing regulatory requirements capture the necessary regulatory outcomes relating to income trusts and other indirect offering structures. Our goal is to provide guidance and recommendations about how income trusts and other indirect offering structures fit within the existing regulatory requirements rather than create new regulatory requirements for income trusts and other indirect offering structures. We also identify factors that relate to the exercise of the regulator's discretion in a prospectus offering.

This Policy Statement provides guidance and clarification by all jurisdictions represented by the CSA. The guidance generally relates to the requirements of *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations and the prospectus requirements* in each jurisdiction. Although the primary focus of this Policy Statement is on income trusts, we believe that much of the guidance and clarification that we provide is useful for other indirect offering structures. As well, the guidance may apply more generally to issuers that offer securities which entitle holders of those securities to net cash flow generated by the issuer's business or its properties. We provide guidance about prospectus disclosure and prospectus liability to minimize situations where staff might recommend against issuance of a receipt for a prospectus where it would appear that the offering may be contrary to the public interest due to insufficient disclosure, the structure of the offering, or other factors.

Although the focus of this Policy Statement is on the income trust structure in the context of offerings by way of prospectus, these principles also apply to income trust structures in other contexts, such as the reorganization of a corporate entity into a trust. Although an offering document is not prepared in a reorganization, we expect that the

information circular provided to relevant security holders, and that contains prospectus-level disclosure, will follow the principles set out in this Policy Statement. In addition when we are determining whether to grant exemptive relief to an income trust issuer in connection with a reorganization or other similar transaction, we will consider the principles described in Part 3 of this Policy Statement.

This Policy Statement may also apply to income trusts in the fulfillment of their continuous disclosure obligations.

1.2. What do we mean when we refer to an income trust in this Policy Statement?

When we refer to an income trust or issuer in this Policy Statement, we are referring to a trust or other entity (including corporate and non-corporate entities) that issues securities which provide for participation by the holder in net cash flows generated by: (i) an underlying business owned by the trust or other entity, or (ii) the income-producing properties owned by the trust or other entity. This includes business income trusts, real estate investment trusts and royalty trusts. In our view, this does not include an entity that falls within the definition of “investment fund” contained in *Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure*, or an entity that issues asset-backed securities or capital trust securities.

1.3. What is an operating entity?

In the most basic income trust structure, the operating entity is: (i) a subsidiary of the income trust with an underlying business, or (ii) income-producing properties owned directly by the income trust. In more complex structures, there may be a number of intervening entities above the operating entity. Generally, the operating entity is the first entity in the structure that has an underlying business that generates cash flows. There may be more than one operating entity in the income trust structure.

In addition to identifying the operating entity, it is also important to understand the operating entity’s business. In some cases, its business is to own, operate and produce revenues from its assets. In other cases, its business is to own an interest in a joint venture or to derive a revenue stream from holding a portfolio of investments or financial instruments.

1.4. How is an income trust structured?

Typically, an income trust holds a combination of debt and equity or royalty interests in an entity owning or operating a business. Net cash flows generated by the operating entity’s business are distributed to the income trust. The income trust then distributes some or all of that cash flow to its investors (referred to as unitholders or investors).

1.5. What is an income trust offering?

In a typical income trust offering, an income trust is created to distribute units to the public. The income trust then uses the proceeds from the offering to acquire debt and equity or royalty interests in the operating entity, or interests in income producing properties. We view the income trust offering as a form of indirect offering. Instead of offering their securities directly to the public, the vendors sell their interests in the operating entity to the income trust. The income trust purchases those interests with proceeds that it raises through its offering of units to the public. The interests in the operating entity that the income trust acquires are thus indirectly offered to the public. Through their direct investment in units of the income trust, unitholders hold an indirect interest in the operating entity.

By issuing units under a prospectus, the income trust becomes a reporting issuer (or equivalent) under applicable securities laws. The operating entity typically remains a non-reporting issuer.

1.6. How does an indirect offering differ from a direct offering?

In a conventional direct offering, interests in the operating entity are offered to the public through a public distribution of the operating entity's securities. By contrast, in an indirect offering, interests in the operating entity are not offered directly to the public but are instead acquired by a separate entity (for example, an income trust or its subsidiary). The securities of this separate entity, such as units of a trust, are offered to the public under a prospectus. The issuer applies the proceeds of the offering to satisfy the purchase price of the interests in the operating entity.

In a direct initial public offering, an issuer may choose to finance the acquisition of another business with proceeds raised under the offering. In that scenario, the issuer and the vendors of the business are generally arm's length parties. This differs from the structure of an indirect offering, such as the initial public offering by most income trusts, where the income trust and the vendors of the business are not arm's length parties.

In an indirect offering, the vendors negotiate the terms of the purchase of the business by the income trust, and are also involved in the negotiation of the terms of the public offering with the underwriter(s).

If vendors initiate or are involved in the initial public offering process, we believe that they are effectively accessing the capital markets themselves. We consider them to be non-arm's length vendors. This fact gives rise to the concerns that we describe in Part 4. Non-arm's length vendors that are involved in a follow-on offering are also effectively accessing the capital markets through an indirect offering, and the concerns that we describe in Part 4 are equally applicable.

PART 2 DISTRIBUTABLE CASH

2.1. What is distributable cash?

Distributable cash is a non-GAAP measure that generally refers to the net cash generated by the income trust's businesses or assets that is available for distribution, at the discretion of the income trust, to the income trust's unitholders. Some issuers have referred to this net cash available for distribution by a non-GAAP term other than distributable cash. In this Policy Statement the guidance about "distributable cash" also applies to such other non-GAAP terms used to describe the amount available for distribution to an income trust's or other indirect offering structure's securityholders (e.g. distributable income).

The cash that is available to an income trust for distribution per unit varies with the operating performance of the income trust's business or assets, its capital requirements, debt obligations and the number of units outstanding.

Income trust distributions are, for Canadian tax purposes, composed of different types of payments that are referred to as "returns on capital" or "returns of capital." These terms are also used more generally, to make an economic rather than a tax-driven distinction. The underlying concern is that the amount of cash distributed by an income trust may sometimes be greater than what it can safely distribute without eroding its productive capacity and threatening the sustainability of its distributions. In this situation, the "excess" amount of the distribution may be regarded as an economic "return of capital." We are concerned that disclosure by income trusts has not always been sufficiently plain to allow an investor to assess whether a possible concern exists in this respect.

Please refer to subsection 6.5.2 for guidance on how issuers can address these concerns.

2.2. Do income trusts provide investors with a consistent rate of return?

No. In many ways, investing in an income trust is more like an investment in an equity security rather than in a debt security. A fundamental characteristic that distinguishes income trust units from traditional fixed-income securities is that the income trust does not have a fixed obligation to make payments to investors. In other words, it has the ability to reduce or suspend distributions if circumstances warrant (see section 2.3 below for further details). In contrast to a traditional fixed-income security, the trust's ability to consistently make distributions to unitholders is closely tied to the operations of the operating entity or the performance of the income trust's assets. The performance of the operating entity may fluctuate from period to period, which might impact both the distributions paid and value of the issuer's units.

Unlike an issuer of a fixed-income security, an income trust does not promise to return the initial purchase price of the unit bought by the investor on a certain date in the

future. Investors who choose to liquidate their holdings would generally do so by selling their unit(s) in the market at the prevailing market price.

In addition, unlike interest payments on an interest-bearing debt security, income trust cash distributions are, for Canadian tax purposes, composed of different types of payments (portions of which may be fully or partially taxable or may constitute tax-deferred returns of capital). The composition for tax purposes of those distributions may change over time, thus affecting the after-tax return to investors. Therefore, a unitholder's rate of return over a defined period may not be comparable to the rate of return on a fixed-income security that provides a "return on capital" over the same period. This is because a unitholder in an income trust may receive distributions that constitute a "return of capital" to some extent during the period. Returns on capital are generally taxed as ordinary income or as dividends in the hands of a unitholder. Returns of capital are generally tax-deferred (and reduce the unitholder's cost base in the unit for tax purposes).

2.3. How do the distribution policies of the income trust and the operating entity affect an investor's rate of return?

The distribution policy of the income trust generally stipulates that payments that the income trust receives from the operating entity (such as interest payments on the debt and dividends paid to common shareholders) will be distributed to unitholders. The distribution policy of the operating entity will generally stipulate that distributions to the income trust will be restricted if the operating entity breaches its covenants with third-party lenders (such as covenants requiring the operating entity to maintain specified financial ratios or to satisfy its interest and other expense obligations). Other operating entity obligations such as funding employee incentive plans or funding capital expenditures will frequently rank in priority to the operating entity's obligations to the income trust. In addition, the operating entity, or the income trust, might retain a portion of available distributable cash as a reserve. Funds in this reserve may be drawn upon to fund future distributions if distributable cash generated is below targeted amounts in any period.

2.4. What prospectus cover page disclosure do we expect about distributable cash?

To ensure that the information described in sections 2.1, 2.2 and 2.3 is adequately communicated to investors, we recommend that issuers consider including language substantively similar to the following on the prospectus cover page:

"A return on your investment in • is not comparable to the return on an investment in a fixed-income security. The recovery of your initial investment is at risk, and the anticipated return on your investment is based on many performance assumptions. Although the income trust intends to make distributions of its available cash to you, these cash distributions may be reduced or suspended. The actual amount distributed will depend on numerous factors including: [insert a discussion of the principal factors particular to this specific offering that could affect the predictability of cash flow to unitholders]. In

addition, the market value of the units may decline if the income trust is unable to meet its cash distribution targets in the future, and that decline may be significant.

“It is important for you to consider the particular risk factors that may affect the industry in which you are investing, and therefore the stability of the distributions that you receive. See, for example, ***, under the section “Risk Factors” [insert specific cross-reference to principal factors that could affect the predictability of cash flow to unitholders]. That section also describes the issuer’s assessment of those risk factors, as well as the potential consequences to you if a risk should occur.

“The after-tax return from an investment in units to unitholders subject to Canadian income tax can be made up of both a return on and a return of capital. That composition may change over time, thus affecting your after-tax return. [If a forecast has been prepared, include specific disclosure about the estimated portion of the investment that will be taxed as a return on capital and the estimated portion that will be taxed as return of capital. If the issuer cannot estimate the portion that will be a return of capital, state that it is unable to reasonably estimate the return of capital on anticipated distributions, and that this amount might vary materially from period to period.] Returns on capital are generally taxed as ordinary income or as dividends in the hands of a unitholder. Returns of capital are generally tax-deferred (and reduce the unitholder’s cost base in the unit for tax purposes).”

2.5. What disclosure do we expect about non-GAAP financial measures such as distributable cash?

Under GAAP, an income trust must disclose the cash distributed to unitholders in its financial statements. In addition to GAAP disclosure, income trusts generally also include disclosure about historical distributable cash figures in continuous disclosure documents and estimated distributable cash in their prospectuses. Because distributable cash is a non-GAAP financial measure, an income trust’s distributable cash disclosure should include a reconciliation to the most directly comparable measure calculated in accordance with GAAP.

We have concluded that distributable cash is a cash flow measure, not an income measure. Therefore, distributable cash is fairly presented only when reconciled to cash flows from operating activities as presented in the income trust’s financial statements. For clarity, cash flows from operating activities includes changes during the period in non-cash working capital balances.

Issuers should define any non-GAAP financial measure and explain its relevance to ensure it does not mislead investors. Issuers presenting non-GAAP financial measures should present those measures on a consistent basis from period to period. Specifically, in respect of distributable cash, income trusts should:

(i) state explicitly that distributable cash does not have any standardized meaning prescribed by GAAP and is therefore unlikely to be comparable to similar measures presented by other issuers;

(ii) present cash flows from operating activities with equal or greater prominence than distributable cash;

(iii) explain why distributable cash provides useful information to investors and how management uses distributable cash as a financial measure;

(iv) provide a clear quantitative reconciliation from distributable cash to cash flows from operating activities, and refer to the reconciliation where distributable cash first appears in the disclosure document; and

(v) explain any changes in the composition of distributable cash when compared to previously disclosed measures.

2.6. What are our expectations about the format of the distributable cash reconciliation?

When presenting a reconciliation of distributable cash, income trusts should discuss any adjustments included in the reconciliation and these adjustments should be grouped separately based on the nature of the adjustment. In addition, income trusts should avoid the use of non-GAAP income measures in the reconciliation of distributable cash. For example, it is inappropriate to include non-GAAP measures such as EBITDA, Adjusted EBITDA, and Pro Forma Net Income in the distributable cash reconciliation.

An issuer might group adjustments to cash flows from operating activities included in a reconciliation of distributable cash as follows:

(a) Capital adjustments – Adjustments for capital expenditures, whether to maintain productive capacity of the issuer or otherwise, should be included here and may be based on actual capital expenditures. An issuer that does not intend to maintain productive capacity (for example, in the case of depleting assets) should clearly state this in its distributable cash reconciliation.

Other examples of adjustments that might be included in this section include provisions for maintaining or replacing mineral reserves.

An issuer may include within this grouping a sub-total of cash flows from operating activities after deducting capital expenditures incurred during the period.

(b) Non-recurring adjustments – Generally, an item is considered non-recurring if a similar charge or gain is not reasonably likely to occur within the next two years or if it has not occurred during the prior two years. An example of a non-recurring item is a

payment in connection with litigation or a penalty that was levied in the current year and is not expected to be incurred going forward.

(c) Other adjustments including discretionary items – We recognize that, in limited circumstances, certain adjustments may not properly be classified as non-recurring or capital adjustments. Some examples of such adjustments include amounts for asset retirement obligations or external restrictions imposed on the issuer that limit their ability to pay distributions. Where an adjustment is discretionary in nature, we expect income trusts to clearly explain the basis for inclusion of the adjustment and any underlying assumptions which are being relied upon.

2.7 What disclosure do we expect about the adjustments and assumptions underlying distributable cash?

Income trusts should consider how best to provide transparency about the presentation of each adjusting item included in a reconciliation of distributable cash, including a discussion of the work that was done by the issuer to ensure the completeness and reasonableness of the information.

Generally, to achieve acceptable transparency, the reconciliation of distributable cash to cash flows from operating activities should be accompanied by detailed disclosure that:

- (i) explains the purpose and relevance of the distributable cash information;
- (ii) describes the extent to which actual financial results are incorporated into the reconciliation;
- (iii) explicitly states that the reconciliation has been prepared using reasonable and supportable assumptions, all of which reflect the income trust's planned courses of action given management's judgment about the most probable set of economic conditions; and
- (iv) cautions investors that actual results may vary, perhaps materially, from the forward-looking adjustments.

Further adjustments made in the reconciliation of distributable cash to cash flows from operating activities should be supported by:

- (i) a detailed discussion of the nature of the adjustments;
- (ii) a description of the underlying assumptions used in preparing each element of the forward-looking information and the forward-looking information as a whole, including how those assumptions are supported; and

(iii) a discussion of the specific risks and uncertainties that may affect each individual assumption and that may cause actual results to differ materially from the distributable cash figure.

For assumptions to be supportable, they should take into account the past performance of the underlying operating entity, the performance of other entities engaged in similar activities, and any other sources that provide objective corroboration of the assumptions used. Further, for assumptions to be considered reasonable, we believe that they should be consistent with the anticipated plans of the income trust.

In some circumstances, assumptions may be consistent with the issuer's anticipated plans but may not provide an adequate level of transparency about the sustainability of distributable cash. It is important for income trusts to disclose all factors, events or conditions that are likely to occur in the future that may impact the sustainability of future distributions.

For example, capital expenditures to replace productive capacity may be relatively low in initial years but may rise significantly in later years. In these instances, adequate disclosure of the adjustment for estimated future capital maintenance expenditures might include a discussion of the time period over which the income trust anticipates incurring capital maintenance expenditures at the level disclosed and any expected long-term plans to replace productive capacity. A clear and complete explanation should be provided of the reasons why these provisions will be adequate to cover future capital requirements and why these amounts vary from historical amounts, if applicable.

Another example of providing adequate transparency about the sustainability of distributable cash relates to instances where an issuer makes prior arrangements with investors. For example, for some income trusts, the original vendors' entitlement to cash distributions based on their continuing interest is subordinated to that of other investors. The original vendors will not receive cash distributions for a defined period of time if the estimated level of distributable cash disclosed in the prospectus is not achieved. Distributable cash available for distribution to other investors may be higher in the short term while cash distributions are not paid to the original vendors, but may decrease once the subordination conditions are satisfied. In these instances, the key terms and impact of these arrangements should be summarized in proximity to the distributable cash information.

2.8. When should the estimate of distributable cash be derived from a forecast?

If estimated distributable cash information contained in a prospectus includes forward-looking adjustments that are based on significant assumptions, as defined in the CICA Handbook, and those adjustments materially affect estimated distributable cash, the quantitative reconciliation should begin with cash flows from operating activities derived from a forecast prepared in accordance with CICA Handbook section 4250 – *Future-Oriented Financial Information* (S.4250 forecast). These forward-looking adjustments

should be integrated into the S.4250 forecast, and the S.4250 forecast should be included in the prospectus.

A S.4250 forecast may not be necessary if the adjusting items are derived from historical amounts and the adjusting items can be adequately explained by alternative disclosures. Alternative disclosures may include:

(i) historical financial statements that support the adjustments. In some cases, a recent acquisition may not be considered significant under the significant acquisition tests set out in *Regulation Q-28 respecting General Prospectus Requirements* (Regulation Q-28) (or its successor) or the equivalent rule in the applicable jurisdiction for purposes of providing financial statements of the acquired entity. However, the acquisition's anticipated impact on distributable cash may be material. In these cases, income trusts may choose to provide financial statements of the acquired entity in the prospectus in addition to those required by Regulation Q-28, and, when appropriate, to incorporate these financial statements into pro forma financial statements of the issuer; or

(ii) other historical financial information that supports the calculation of the adjustments.

In some cases, distributable cash disclosure may contain adjusting items that are based on recent contracts or agreements for which historical financial statements or other historical financial information is not available. In these cases, issuers may instead disclose a detailed description of the contract or agreement including the relevant terms and conditions of the contractual commitment and any other financial information that supports the amount of the adjusting item.

PART 3 OTHER DISCLOSURE ISSUES

A. Material debt

3.1. Why are we concerned about material debt?

We are concerned about debt obligations that are incurred by the operating entity or other entity that rank before unitholders' entitlement to receive cash distributions. Although many non-income trust issuers have similar, or less conservative, capital structures, we are particularly concerned about the sensitivity of income trusts to cash flows. Specifically, we are concerned about reductions in distributions that might arise from increases in interest charges on floating-rate debt, a breach of financial covenants, a refinancing on less advantageous terms, or a failure to refinance.

3.2. What disclosure do we expect about material debt?

The principal terms of the material debt should be included in an income trust prospectus and in the income trust's Annual Information Form (AIF) filed under

Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations, or its successor (Regulation 51-102). This would include the following information about the debt:

- (i) the principal amount and the anticipated amount to be outstanding when the offering is closed,
- (ii) the term and interest rate (including whether the rate is fixed or floating),
- (iii) the terms on which the debt is renewable, and the extent to which those terms could have an impact on the ability to distribute cash,
- (iv) the priority of the debt relative to the securities of the operating entity held by the income trust,
- (v) any security granted by the income trust to the lender over the operating entity's assets, and
- (vi) any other covenant(s) that could restrict the ability to distribute cash.

3.3. Are agreements relating to the material debt considered to be material contracts of the income trust?

We consider that in most cases, agreements relating to material debt that have been negotiated with a lender other than the income trust, will be material contracts pursuant to Regulation Q-28 and Regulation-51-102 (or their respective successors) if those agreements have a direct correlation with the anticipated cash distributions. For example, distributions from the operating entity to the income trust may be restricted if the operating entity fails to maintain certain covenants under a credit agreement. If the agreement contains terms that have a direct correlation with the anticipated cash distributions, and will be entered into on or about closing, it should be listed as a material contract in the prospectus and AIF. We also expect a copy of the material agreement and any amendments to be filed on SEDAR.

3.4 Do we expect the income trust to include a separate risk factor about the material debt?

Yes. We expect the income trust to include a separate risk factor about the material debt in the income trust's prospectus and AIF. A full and complete discussion of this risk factor would usually include the following:

- (i) the need for the borrower to refinance the debt when the term of that debt expires,
- (ii) the potential negative impact on the ability of the issuer and/or its subsidiaries to make distributions if the debt is replaced by new debt that has less favourable terms,

(iii) the impact on distributable cash if the borrower cannot refinance the debt, and

(iv) the fact that the ability of the operating entity to make distributions, directly or indirectly, to the income trust may be restricted if the borrower fails to maintain certain covenants under the credit agreement (such as a failure to maintain certain customary financial ratios).

B. Stability ratings

3.5. What is a stability rating?

A stability rating is an opinion of an independent rating agency about the relative stability and sustainability of an income trust's cash distribution stream. Standard & Poor's (S&P's) and Dominion Bond Rating Services (DBRS) currently provide stability ratings on Canadian income trusts. A stability rating reflects the rating agency's assessment of an income trust's underlying business model, and the sustainability and variability in cash flow generation in the medium to long-term. The objective of these stability ratings is to compare the stability of rated Canadian income trusts with one another within a particular sector or industry.

3.6. Does an income trust need to obtain a stability rating?

No. However, the CSA believes that stability ratings by rating agencies, such as S&P's and DBRS, can provide useful information to investors.

Some investors who choose to invest in income trust units may base that decision primarily on the cash flow generated by the operating entity. Distributable cash is often presented as a measure of the issuer's potential to generate cash for distribution. Stability ratings can supplement the presentation of distributable cash to provide an independent opinion on the ability of an income trust to meet its distributable cash targets consistently over a period of time relative to other rated Canadian income trusts within a particular sector or industry.

3.7. What disclosure do we expect about an income trust's stability rating?

If an income trust has asked for and received a stability rating, the rating should be described on the cover page of the prospectus and in the income trust's AIF. The income trust should include disclosure about the rating in accordance with section 10.8 of Ontario Securities Commission Form 41-501F1 Information Required in a Prospectus (or its successor), section 10.8 of Schedule 1 Information Required in a Prospectus to Quebec's *Regulation Q-28 respecting General Prospectus Requirements* (or its successor), section 7.9 of Form 44-101F1 Short Form Prospectus (or its successor) or item 7.3 of Form 51-102F2 (or its successor). This disclosure should explain that a rating measures an

income trust's stability relative to other rated Canadian income trusts within a particular sector or industry. Issuers are required to make timely disclosure of any material change in their affairs, which we believe would include any change in a stability rating that constitutes a material change.

We understand that some stability ratings are provided to income trusts on an unsolicited basis. These ratings are not based on discussions with the income trust but, rather, on publicly available information. Our disclosure expectations do not extend to unsolicited stability ratings.

C. Executive compensation

3.8. What disclosure do we expect the income trust to provide about executive compensation for the operating entity?

We believe that the executive compensation of the operating entity's executives is important information for investors. The income trust should provide that information in its prospectus and information circular as if the operating entity were a subsidiary of the income trust.

3.9. What disclosure do we expect about the income trust's management contracts and management incentive plans?

We believe that the material terms of management contracts and management incentive plans are relevant information for investors if the terms of those contracts or plans have an impact on distributable cash. For example, if the term "distributable cash" is defined in a unique way in a management contract, we expect that term of the contract to be described. A further example would be information about why an issuer has decided to use an external management company rather than retain an internal management structure or, conversely, why an issuer has internalized management. Adequate information about those contracts and plans should be included in applicable disclosure documents. Even if those contracts and plans have not been finalized prior to the filing of an initial public offering (final) prospectus, the anticipated material terms should still be described in the prospectus.

3.10. Do we expect management contracts and management incentive plans to be filed on SEDAR?

We expect the material contracts and plans referred to in section 3.9 to be filed on SEDAR. If those material contracts and plans have not been finalized before filing a prospectus, we expect the income trust to provide an undertaking from the income trust and the operating entity to securities regulatory authorities that those contracts and plans will be filed as soon as practicable after execution.

D. Risk factors

3.11. General

Income trusts are required to disclose all material risk factors relating to the offering pursuant to a prospectus. A complete discussion of risk factors for an income trust should include the principal factors related to the specific offering that could affect the predictability of cash flow distributions to unitholders. It would also include an assessment of the likelihood of a risk occurring as well as the potential consequences to a unitholder if a risk should occur. Relevant risk factors may include risks relating to the operating entity business, the potential inapplicability to unitholders of certain corporate law rights and remedies, the potential inapplicability of insolvency and restructuring legislation in the trust context, and other factors relevant to income trusts and other indirect offerings that we have described in this Policy Statement. For income trusts, risk factor disclosure is also required on an ongoing basis in the issuer's AIF in accordance with Item 5.2 of Form 51-102F2 (or its successor).

PART 4 OFFERING-SPECIFIC ISSUES

A. Determination of offering price

4.1. What disclosure do we expect about the determination of the price of an income trust's units?

We do not require that income trusts obtain a third-party valuation of the operating entity interests to be acquired (unless that valuation is otherwise required under securities legislation). However, if a third-party valuation is obtained in connection with an initial public offering, the income trust should describe the valuation in the prospectus. The description should identify the parties involved, the principal variables and assumptions used in the valuation (particularly those which could, if adversely altered, cause a deterioration in the value of the issuer's investment). If no third-party valuation is obtained, the prospectus should disclose that fact and state that the price of the issuer's units was determined solely through negotiation between the operating entity security holders and the underwriter(s).

B. Prospectus liability

4.2. What is the regulatory framework?

The central element of the prospectus system is the requirement that disclosure of all material facts relating to the offered securities and the issuer be provided so that investors can make informed investment decisions.

Although the prospectus serves a role in marketing securities, from a regulatory perspective it is also a disclosure document that can give rise to regulatory and civil

liability. To provide discipline on prospectus disclosure, and to protect the integrity of the Canadian public markets, securities legislation prohibits certain persons involved in a public offering from making a misrepresentation (as defined in applicable securities legislation) in a prospectus. Where a prospectus contains a misrepresentation, investors may have the right to either rescind their purchases or to claim damages from the issuer or selling security holder, every director of the issuer, any promoters of the issuer, the underwriter(s) and certain other parties. Each of those parties (including each selling security holder) is jointly and severally liable for the damages suffered by investors as a result of the misrepresentation(s). Although “selling security holder” is not defined under applicable securities laws, the term is generally considered to mean persons who are selling securities of the class being distributed under the prospectus.

4.3. How does the regulatory framework related to prospectus liability apply to indirect offerings?

In an indirect offering, the issuer uses the proceeds to acquire a business (and perhaps to repay indebtedness), and the disclosure (including financial disclosure) in the prospectus describes both the acquired business and the issuer. The proceeds are not retained by the issuer, and any prospectus misrepresentation that adversely affects the value of the acquired business may diminish the issuer’s ability to satisfy a damages claim.

An underwriter’s statutory liability in an indirect offering is the same as it is in a conventional direct offering. Underwriters sign a certificate about the disclosure contained in the issuer’s prospectus and are potentially liable for a misrepresentation in the prospectus.

In an indirect offering, the former owners of the operating entity (referred to as vendors) who sell their ownership interests in the operating entity to the issuer and who are effectively accessing the public markets to liquidate their holdings, are not generally considered to be “selling security holders” within the meaning of securities legislation, as they are not selling the securities being offered under the prospectus. As a result, vendors who indirectly receive part of the proceeds of the offering in exchange for their operating entity interests do not (unless they qualify as promoters, see below) have statutory liability for a misrepresentation in a prospectus as they would if their interest in the operating entity had been distributed directly to the public. Vendors of businesses to conventional issuers undertaking a direct offering would also not be considered “selling security holders” although they indirectly receive offering proceeds. However, as noted above, we believe those circumstances differ from an indirect offering because access to the public markets is being initiated primarily not by those vendors but by the conventional issuer.

4.4. Promoter liability

4.4.1. What is the meaning of promoter?

Persons that are promoters of an issuer within the meaning of securities legislation are required to sign the issuer's prospectus in that capacity. As a consequence, those persons assume joint and several liability for prospectus misrepresentations up to a maximum amount equal to the gross proceeds of the offering. The term "promoter" is defined differently in provincial securities legislation across the CSA jurisdictions. It is not defined in the *Securities Act* (Québec), and a broad approach is taken in Québec with respect to examining those persons who would be considered promoters. We believe that a vendor that receives, directly or indirectly, a significant portion of the offering proceeds as consideration for services or property in connection with the founding or organizing of the business of an income trust issuer, is a promoter and should sign the prospectus in that capacity.

4.4.2. What constitutes the "business" of the income trust?

In the context of indirect offerings, there appears to be uncertainty about whether the "business of an issuer", as that phrase is used in the definition of "promoter" in some of the CSA jurisdictions, refers to the business of the issuer (the income trust) or to the business of the operating entity. More specifically, the question is whether the test depends on a person's involvement in the founding, organization or substantial reorganization of the operating entity's business, or whether involvement in the founding, organization, or substantial reorganization of the income trust itself will make a person a promoter.

We believe that in most cases, the business of the income trust issuer is primarily to complete the public offering and to acquire the interest in the operating entity. Therefore, we generally focus on a person's involvement in the founding, organization, or substantial reorganization of the income trust itself.

We also believe that any person who initiated or took part in the formation, organization or substantial reorganization (as those terms are often used in the definition of "promoter") of the operating entity would not cease to be a promoter under the offering solely due to use of an indirect offering structure. The relationship between the income trust and the operating entity is not sufficiently at arm's length to support this result. The question of whether a person takes part in the founding, organizing or substantial reorganizing of the income trust's business and of the operating entity's business is one of fact. Therefore, this determination should be made by the income trust and the underwriter(s) after reviewing the relevant facts.

4.4.3. What disclosure do we expect about the implications of the operating entity being identified as a promoter?

Where the operating entity signs the prospectus as promoter but the vendors are retaining no interest, or only a nominal interest, in the operating entity upon closing of the offering, the right to claim damages from the operating entity for misrepresentations offers limited or no additional benefit to investors. This is because all or a substantial majority of the interests in the operating entity are acquired by the income trust. Therefore, the prospectus should explain that, despite the operating entity's statutory liability for a misrepresentation in the prospectus, there will be little or no practical benefit to investors who choose to exercise those rights against the operating entity. This is because a successful judgment would result in a deterioration of the operating entity's value (frequently the sole asset of the income trust) and a resulting decline in the value of the investor's securities of the income trust. It is also likely that the operating entity would have a limited ability to satisfy such a claim.

We believe this type of disclosure would be helpful to investors who may not understand the implications of the operating entity being identified as a promoter of the income trust, as is often the case.

Conversely, where the vendors retain a meaningful interest in the operating entity, the characterization of the operating entity as a promoter will offer an additional benefit because the value in the operating entity held by vendors as their retained interest would be potentially available to contribute to satisfying a damages claim without investors suffering a corresponding decline in the value of their securities of the income trust.

4.5. Contractual accountability

4.5.1. What accountability for prospectus disclosure is typically assumed by vendors through contractual arrangements?

Our review of indirect offering prospectuses indicates that in situations where vendors have not signed the prospectus, they typically assume, by contract, responsibility for matters relating to the operating entity's business. Vendors typically provide representations and warranties about the operating entity and its business to the issuer under the acquisition agreement pursuant to which the vendors sell, and the issuer acquires, the operating entity interests. As well, in several indirect offerings, the vendors have provided a representation in the acquisition agreement about the absence of any misrepresentation in the prospectus (a prospectus representation).

4.5.2. What are our concerns about the application of the regulatory requirements to indirect offerings?

We are concerned that:

(i) investors in indirect offering structures may not appreciate that there is not always a statutory right of action against the vendors as there would be in a direct offering if the vendors were considered “selling security holders”,

(ii) prospectus representations may not be given by vendors in circumstances where we would consider those representations to be appropriate,

(iii) prospectus disclosure of the vendors’ representations and warranties, and limitations, in the acquisition agreement may not be sufficiently detailed or clearly set out to permit investors to understand the vendors’ contractual accountability, and

(iv) the vendors’ representations and warranties may not adequately address the potential loss of rights and remedies that securities legislation would provide to investors in a direct offering.

4.5.3. What disclosure do we expect about the accountability of the vendors?

To address the concerns described in subsection 4.5.2, prospectuses relating to indirect offerings, where part of the proceeds are being paid to vendors, should:

(i) include a clear statement that investors may not have a direct statutory right of action against each vendor for a misrepresentation in the prospectus unless that vendor is a promoter or director of the issuer, or is otherwise required to sign the prospectus,

(ii) include a detailed description of the vendors’ representations, warranties and indemnities contained in the acquisition agreement (and any significant related limitations) and details about the negotiations (including the parties involved), together with a summary of these items in the summary section of the prospectus,

(iii) identify the acquisition agreement as a material contract and provide disclosure advising investors to review the terms of the acquisition agreement for a complete description of the vendors’ representations, warranties and indemnities, and related limitations, and

(iv) identify what measures have been implemented to provide investors with rights and remedies against the vendors in lieu of those afforded by securities legislation in a direct offering.

The summary of the relevant acquisition agreement provisions should include clear disclosure about the following:

(i) the aggregate cash proceeds being paid to the vendors for the sale of their operating entity interests,

(ii) the nature of the representations and warranties provided by the vendors, including any significant qualifications, and specifically whether a prospectus representation is provided,

(iii) the period of time that the representations and warranties will survive after closing,

(iv) any monetary limits on the vendors' indemnity obligations, and

(v) any other limitations on, or qualifications to, the vendors' indemnity obligations.

The summary of the acquisition agreement provisions should provide investors with a clear description of the extent to which the vendors are supporting, with meaningful indemnities, the representations and warranties in favour of the issuer.

CSA staff may consider recommending against the issuance of a receipt for a prospectus if vendors receive cash proceeds from an indirect offering by selling their operating entity interests and do not take appropriate responsibility (directly or indirectly) for the information provided in the prospectus through the acquisition agreement, or as a result of signing the prospectus, or otherwise.

4.5.4. What are our concerns about the nature and extent of the representations, warranties and indemnities provided by vendors in the acquisition agreement?

Circumstances, including the nature of the operating entity and its business and the nature and extent of the vendors' interests (individually and in the aggregate) and their involvement in the operating entity, will affect the types of representations, warranties and indemnities that can reasonably be expected to be provided to the issuer by vendors in the context of an indirect offering.

Examples of circumstances where we have had concerns about vendors not taking appropriate responsibility in the context of indirect offerings have included situations where:

(i) certain vendors, who we refer to as active vendors, such as:

- vendors that affect materially the control of the operating entity prior to the offering, and who are involved in the offering process and/or the management or supervision of management of the operating entity prior to the offering,
- vendors that influence (whether alone or in conjunction with others) the offering process, and
- members of senior management of the operating entity,

sell a substantial portion of their interest in the operating entity to the issuer on closing but do not

(a) sign the prospectus as promoter, or

(b) provide a prospectus representation in the acquisition agreement;

(ii) a vendor's obligation to indemnify the issuer if the prospectus contains a misrepresentation is limited to an amount less than the proceeds received by the vendor from the sale of the vendor's interest in the operating entity or is subject to a deductible or other threshold that precludes claims against the vendor that are not, individually or in the aggregate, above a certain value; and

(iii) the vendor's responsibility for the information on which the offering is based is reduced unduly, having regard to the nature of the vendor's investment, as a result of the period during which claims may be asserted against the vendor for a prospectus misrepresentation being significantly shorter than the period in which claims may be asserted against the issuer for a prospectus misrepresentation.

If an active vendor's liability for a misrepresentation in the acquisition agreement is conditional on the active vendor having knowledge of the misrepresentation, we expect that the active vendor would generally have a corresponding obligation to take reasonable steps to confirm the accuracy of the representation. For example, a non-management active vendor should make appropriate inquiries of management of the operating entity.

The CSA acknowledges that there may be constraints on the indemnities that certain vendors can provide and the survival period of those indemnities. In assessing whether the vendors have taken appropriate responsibility (directly or indirectly) for the information provided as a basis for the offering, we will generally assess the entire framework of representations, warranties and indemnities provided by the vendors as a group, as opposed to assessing each component or vendor individually. We believe this approach is consistent with the commercial realities within which the parties to these transactions allocate the risks and rewards of the transactions.

PART 5 SALES AND MARKETING MATERIALS

5.1. What are our concerns about sales and marketing materials?

Registrants often solicit interest from potential investors during the "waiting period" between the issuance of a receipt for a preliminary prospectus and the issuance of a receipt for the prospectus, and in the period following the receipt for the prospectus until the primary distribution is completed. Along with the distribution of the preliminary prospectus (or prospectus, if then available) to potential investors, that process often involves the

preparation and distribution of materials (such as green sheets) for the benefit of registered salespersons and banking group members. The information included in these materials is typically a simplified summary version of the disclosure in the prospectus, and should be limited to information included in, or directly derivable from, the prospectus (the exceptions are information about the basic terms of comparable offerings and general market information not specific to the issuer).

Marketing materials used in the context of income trust offerings often include prominent reference to “yield”. We are concerned that expressions of “yield” in these marketing materials may not be clearly understood, both because the term itself may have connotations or common usages that are not consistent with the attributes of income trust units and because the relationship between the “yield” described in the marketing materials and the information in the prospectus may not be clear.

“Yield” is generally used in the context of income trust offerings to refer to the return that would be generated over a one-year period, as a percentage of the offering price of the units, if the amounts intended to be distributed by the income trust according to its distribution policy are so distributed. In connection with their ongoing approach to disclosure, issuers should carefully consider yield expectations previously communicated to investors through sales and marketing materials or otherwise. Whether and to what extent those yield expectations are met are important aspects of overall disclosure of performance. Issuers should include in their interim and annual MD&A, where applicable, a comparison between the expected yield figure previously communicated and the actual yield.

5.2. What information do we expect the green sheets to contain?

We are concerned that use of the term “yield” in these marketing materials may imply that the entitlement of unitholders to distributions is fixed. We expect expressions of yield to be accompanied by disclosure that, unlike fixed-income securities, there is no obligation of the income trust to distribute to unitholders any fixed amount, and reductions in, or suspensions of, cash distributions may occur that would reduce yield based on the offering price.

A related concern is that disclosure of a yield in marketing materials may cause confusion because yield is not typically disclosed in the prospectus. If marketing materials contain an expression of yield, we expect the statement to be tied to the disclosure in the prospectus on which the marketing is based (including, in particular, the pro forma presentation of distributable cash in the prospectus). Specifically, expressions of yield in income trust offering marketing materials should be accompanied by disclosure indicating the proportion of the pro forma distributable cash (as set out in the prospectus) that the stated yield would represent. Guidance for the disclosure about distributable cash in the green sheets is set out in subsection 6.5.2 of this Policy Statement.

In addition, if reference is made to tax efficiencies that may be realized on distributions (such as returns of capital to investors), we expect that disclosure to be clear

and, to the extent practical, quantified. For example, the estimated tax-deferred portion of distributions for the foreseeable period, and the tax implications, should be clearly stated or cross-referenced.

5.3. Do we expect income trusts to provide us with copies of their green sheets?

Yes. Income trust issuers should provide copies of all green sheets to the securities regulatory authorities when filing the preliminary prospectus, together with separate documentation providing a clear and concise explanation of how the yield figure (if contained in the green sheet) is derived from the prospectus disclosure. In addition, we may request that additional sales and marketing materials used in connection with an income trust offering be provided.

PART 6 CONTINUOUS DISCLOSURE-SPECIFIC ISSUES

6.1. What continuous disclosure do we expect about the operating entity?

An income trust's performance and prospects depend primarily on the performance and operations of the operating entity. To make an informed decision about investing in an income trust's units, an investor generally needs comprehensive information about the operating entity, including: (i) the operating entity's interim and annual financial statements together with corresponding MD&A for the relevant periods, (ii) complete business disclosure about the operating entity of the scope expected in an annual information form, and (iii) press releases and material change reports about any material changes in the business, operations or capital of the operating entity.

If a business acquisition report (a BAR) is filed for the acquisition by the income trust of the operating entity, in accordance with Part 8 of Regulation 51-102 (or its successor), the income trust must include within the BAR updated financial information about the operating entity.

To the extent the securities laws in some CSA jurisdictions are ambiguous about whether the disclosure described above about the operating entity is required by a reporting issuer that is an income trust or other non-corporate entity, the income trust issuer should file one or more undertakings with the regulatory authorities prior to receiving a receipt for a prospectus, completing a plan of arrangement involving an operating entity or otherwise acquiring a direct or indirect interest in an operating entity. The following is an example of an undertaking that we would expect:

(A) in complying with its reporting issuer obligations, the income trust will treat the operating entity as a subsidiary of the income trust; however, if generally accepted accounting principles (GAAP) used by the income trust prohibit the consolidation of financial information of the operating entity and the income trust, then for as long as the operating entity (including any of its significant business interests) represents a significant asset of the income trust, the income trust will provide unitholders with separate audited

annual financial statements and interim financial statements, prepared in accordance with the same GAAP as the income trust's financial statements, and related management's discussion and analysis, prepared in accordance with *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations* or its successor, for the operating entity (including information about any of its significant business interests), and

(B) the income trust will annually certify that it has complied with this undertaking, and file the certificate on SEDAR concurrently with the filing of its annual financial statements.

We recognize that there may be circumstances where the income trust does not have direct access to the operating entity's financial information. For example, in situations where the income trust holds less than a 50% interest in an operating entity, it may be difficult for the income trust to have direct access to that operating entity's financial information. If so, the income trust should ensure that it can follow the guidance described in this section 6.1 either through the terms of the acquisition agreement or otherwise.

6.2. Comparative financial information

Most income trusts are the continuation of an existing business that was previously operated under a different legal form (for example, a corporation). We believe that the change in legal form does not alter the substance of the business operations and therefore does not prevent an income trust from presenting comparative financial information for the underlying business during its initial interim and annual periods including the interim period during which the trust came into existence.

For those acquisitions accounted for by the purchase method, income trusts should provide comparative financial information for the predecessor business in their interim and annual MD&A. For trusts that are created on a date within a given interim period, the trust's first interim MD&A should include both financial information about the predecessor business (from the beginning of the applicable interim period to the date of the creation of the trust) and financial information about the trust (beginning as of the date of its creation). Examples of relevant comparative information would include, but would not be limited to, the following:

- revenues/sales,
- cost of sales,
- gross margin,
- general and administrative expenses, and
- net income.

In situations where the transfer of the operating business into an income trust is accounted for at carrying amounts, we expect the income trust to provide complete financial statements with comparative figures that also reflect the operations of the business under the previous legal entity.

Where an issuer believes that providing comparative information would not be appropriate, such as where the income trust is formed as a result of multiple acquisitions, we encourage the issuer to discuss the circumstances with the relevant securities regulatory authority(ies) prior to filing the applicable continuous disclosure document(s).

6.3. Recognition of intangible assets

GAAP requires the appropriate recognition of all intangible assets acquired in business combinations. In addition, the intangible assets acquired must be assigned a portion of the total cost of the purchase based on their fair values at the date of acquisition. To assist investors in understanding the valuation process and the cost assigned to the intangible assets, income trusts should provide in the offering document a description of the method(s) used to value the intangible assets.

6.4. Are “insiders” of the operating entity also insiders of the income trust for purposes of insider reporting obligations?

Consistent with our view that the performance and prospects of an income trust depend on the performance and prospects of the operating entity, we believe each person who would be an “insider” (as that term is defined in applicable securities legislation) of the operating entity if the operating entity were a reporting issuer should comply with insider reporting requirements as if that person were also an insider of the income trust.

To the extent securities laws in certain CSA jurisdictions are ambiguous about whether insiders of the operating entity are also insiders of the income trust or other non-corporate entity, that issuer is expected to file an undertaking with the regulatory authorities prior to receiving a receipt for a prospectus, completing a plan of arrangement involving an operating entity or otherwise acquiring a direct or indirect interest in an operating entity. We expect the undertaking to provide that for so long as the income trust is a reporting issuer, the income trust will take the appropriate measures to require each person who would be an insider of the operating entity or a person or company in a special relationship with the operating entity if the operating entity were a reporting issuer to: (i) file insider reports about trades in units of the income trust (including securities which are exchangeable into units of the income trust), and (ii) comply with statutory prohibitions against insider trading. We expect the income trust to annually certify in the certificate described in section 6.1(B) above that it has complied with this undertaking.

We are concerned that additional persons that may possess material undisclosed information about the income trust may: (i) not fall within the definition of “insider” (as that term is defined in applicable securities legislation) or (ii) not be caught by the

undertaking. As a result, there may be situations where we will require that additional undertakings be provided. The income trust will need to obtain the relevant contractual commitments from these persons and entities in order to comply with the undertakings referred to above.

Recent amendments to securities legislation in Alberta deem insiders of operating entities and management companies to be insiders of the income trust. The CSA is in the process of developing a draft national rule that would harmonize and streamline the requirements for insiders of reporting issuers to file insider reports. We expect that the draft national rule will include harmonized requirements for insiders of operating companies and management companies to file insider reports about their transactions involving securities of the income trust. Pending the implementation of the draft national insider reporting rule, we will continue to require income trusts to provide the undertaking described above.

6.5. MD&A

6.5.1. Risks and uncertainties

Under Form 51-102F1, an income trust must discuss important trends and risks that have affected the operating entity's financial statements, and trends and risks that are reasonably likely to affect them in the future. Although the instructions in Form 51-102F1 do not specifically state it, to meet the requirement to disclose risks, income trusts should provide a detailed risk factor discussion about the potential commitment to replace and maintain capital assets, including a quantitative discussion about expected annual capital maintenance expenditure levels relative to current levels, and the expected effect on distributions.

6.5.2. Discussion of distributed cash

Although most income trusts intend to make distributions of their available cash to unitholders, these cash distributions are not assured. The actual amount distributed depends on numerous factors, including the operating entity's financial performance, debt covenants and obligations, working capital requirements and future capital requirements. It is important for unitholders to have information about the source(s) of the distributed cash that they receive, including whether the issuer borrowed amounts to finance distributions, and whether distributions include amounts that are not properly classified as a return on capital. Although the instructions in Form 51-102F1 do not specifically state it, to meet the disclosure requirements for liquidity in Form 51-102F1, income trusts should provide sufficient disclosure about their sources of funding relating to current and future cash distributions so that unitholders can understand what portion, if any, of the distributions they receive were funded by non-operating cash flows. Also, income trusts should quantify these amounts and discuss the impact on the trust's long-term ability to sustain distributions if non-operating cash flows are being used to fund distributions.

An income trust can overcome the concerns noted in section 2.1 and in this subsection by providing information in its interim and annual MD&A that summarizes the main elements of its performance that are necessary to assess the sustainability of its cash distributions. One way to summarize this information is by using a table similar to the following:

		For the most recently completed quarter	Accumulated for the current fiscal year (Year 1)	Previously completed fiscal years	
				(Year 2)	(Year 3)
A.	Cash flows from operating activities*	\$ XX	\$ XX	\$ XX	\$ XX
B.	Net Income (loss)	\$ XX	\$ XX	\$ XX	\$ XX
C.	Actual cash distributions paid or payable relating to the period **	\$ XX	\$ XX	\$ XX	\$ XX
D.	Excess (shortfall) of cash flows from operating activities over cash distributions paid (A) – (C) ***	\$ XX	\$ XX	\$ XX	\$ XX
E.	Excess (shortfall) of net income over cash distributions paid (B) – (C) ***	\$ XX	\$ XX	\$ XX	\$ XX

* Takes into account changes in non-cash working capital balances

** Includes distributions paid or payable on all classes of units and any special distributions paid or payable during the period

*** Income trusts might choose to present the excess (shortfall) in lines D and/or E in the form of a ratio or percentage. In these instances, we expect this ratio or percentage to be determined based solely on amounts included in lines A, B, and C, as applicable, from the above table.

The above table provides clear disclosure about the relationship between cash flows from operating activities and net income (loss), and historical distributed cash amounts.

When cash distributions are greater than either net income (loss) or cash flow from operating activities, creating a shortfall in any of the columns in the above table, disclosure of the following, as applicable, will help to provide a balanced discussion of the issuer's results of operations and financial condition:

- (i) why the trust has chosen to make distributions partly representing an economic return of capital, or, alternatively, why it does not believe that any portion of those distributions should be regarded as an economic return of capital,
- (ii) a quantification and description of the sources of cash used to fund the shortfall,
- (iii) the obligations of the issuer or its subsidiaries in connection with the sources of cash used to fund the shortfall, including repayment terms and interest payable,
- (iv) whether any material contract was amended in connection with the funding of the shortfall and whether any waivers or consents were obtained,
- (v) whether the issuer expects that cash distributions will continue, for the foreseeable future, to exceed net income and/or cash flow from operations. If so, the trust should specifically address what implications this has for the sustainability of distributions. If not, the issuer should explain the reasons why it does not expect the situation to continue, and
- (vi) whether the issuer anticipates that cash distributions may be suspended in the foreseeable future.

If cash distributions paid do not equal distributable cash, the issuer should also discuss the reasons for the difference between the two amounts. If cash distributions paid materially exceed distributable cash, the disclosure of distributable cash should include a detailed explanation of how the additional distributions were financed as this impacts the issuer's liquidity. Generic boiler-plate language about the issuer's sources of available capital or financing or simply pointing the reader to the cash flow statement for further information is not sufficient. When distributions paid are materially less than distributable cash, the disclosure of the amounts distributed should include an explanation of why distributable cash was not fully distributed.

In order to meet the requirements for MD&A, disclosure of an issuer's distributable cash for a period should be accompanied by the information referred to in sections 2.5, 2.6, 2.7 and 2.8, as applicable, as well as the above table and accompanying narrative. Issuers should also refer to the guidance in sections 2.5, 2.6, 2.7, 2.8 and subsection 6.5.2 of this Policy Statement when considering how to present disclosure of an issuer's distributable

cash, including disclosure contained in annual and interim MD&A, news releases and sales and marketing materials such as green sheets. See also Part 5 of this Policy Statement.

PART 7 CORPORATE GOVERNANCE

7.1. CEO/CFO certification, audit committees, and effective corporate governance

How each of the issuer and the operating entity will discharge their governance responsibilities is important information for investors. Issuers should provide prospectus disclosure about how each of the issuer and the operating entity will satisfy governance responsibilities including how they will comply with the following regulations or their successors as applicable in each jurisdiction:

- (a) *Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings* (Regulation 52-109),
- (b) *Regulation 52-110 respecting Audit Committees* or BCI 52-509 Audit Committees, as applicable, and
- (c) *Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Practices*.

For example, the issuer should consider disclosing which persons will be signing as chief executive officer and/or chief financial officer to meet the requirements of Regulation 52-109.

In particular, income trusts should refer to the following sections of the above-noted regulations or the related companion policies for specific guidance about income trusts and other similar structures:

- (a) part 4 of Policy Statement to *Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*,
- (b) section 1.2 of Policy Statement 52-110 to *Regulation 52-110 respecting Audit Committees*, and
- (c) section 1.2 of Policy Statement 58-201 to Corporate Governance Guidelines.

7.2. Broader corporate law concerns

Corporations are governed by corporate statutes regulating their key obligations and the rights afforded to their shareholders. There is no equivalent statutory regime governing non-corporate entities like income trusts. Investors must look to the declaration of trust of each trust to determine the key obligations of the trust and unitholder rights and protections.

It is important that unitholders understand that the provisions of the declarations of trust may differ from the minimum standards required under applicable corporate statutes and among various income trusts.

To facilitate unitholders' understanding of these differences, issuers should compare the rights and obligations generally available to corporate shareholders under applicable corporate statutes with those provided in the declaration of trust, highlighting any material differences. For example, under corporate law a corporation is required to hold an annual meeting enabling shareholders to exercise the right to elect directors to the board. If the declaration of trust does not enable unitholders to elect the directors to the board of the income trust, this fact should be clearly identified.

Because we are concerned that a unitholder may not be afforded the same protections, rights and remedies as a shareholder in a corporation, issuers should also provide the following disclosure in the issuer's AIF (if an AIF is filed) and any prospectus filed by the issuer:

A unitholder in the income trust has all of the material protections, rights and remedies a shareholder would have under the *Canada Business Corporations Act*. These protections, rights and remedies are contained in the [trust indenture, dated ***].

OR

A unitholder in the income trust has all of the material protections, rights and remedies a shareholder would have under the CBCA, except for the following: [list protections, rights and remedies that are not available to a unitholder.] The protections, rights and remedies available to a unitholder are contained in the [trust indenture, dated ***].

Some corporate legislation such as section 21 of the *Canada Business Corporations Act* provides a mechanism for persons to request a shareholder list for the purpose of making an offer to acquire securities of a corporation. An income trust that refuses to provide a unitholders' list should refer to National Policy 62-202 *-Take-Over Bids - Defensive Tactics* or in Québec *Notice 62-202 relating to Take-Over Bids – Defensive Tactics* in the case of a potential offeror requesting a unitholders' list. If refusal to provide such a list is likely to deny or severely limit the ability of unitholders to receive or respond to a take-over bid or a competing bid, Canadian securities regulatory authorities may take action.

PART 8 OTHER ISSUES

8.1. Income trust names

As discussed above in section 1.2, this Policy Statement is intended to address income trusts, not "investment funds" as defined in *Regulation 81-106 respecting*

Investment Fund Continuous Disclosure, or an entity that issues asset-backed securities or capital trust securities. On its initial formation an income trust should exercise caution to ensure that its disclosure makes it clear to investors that it is not an investment fund or mutual fund. Income trusts should avoid adopting a name that may mislead investors as to the nature of the issuer's structure or business purpose. By using terms such as 'equity fund' or 'income growth' in the name, an issuer may be inadvertently suggesting that it is an investment fund or mutual fund. Investors should be provided with a clear understanding of the structure of the issuer and the nature of the securities that they are investing in.