



SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIERES
DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

2006-08-04 Vol. 3 n° 31

Avis 51-319 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières – Rapport sur le deuxième examen des documents d'information continue des fiducies de revenu effectué par le personnel

et

Avis 52-306 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (révisé) – Mesures financières non conformes aux PCGR

et

Erratum Règlement 45-106 – extrait de la Gazette officielle du Québec en date du 12 juillet 2006

Avis 51-319 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières
Rapport sur le deuxième examen des documents d'information continue des fiducies
de revenu effectué par le personnel

1. Objet

Le présent avis résume les constatations et les recommandations découlant de l'examen des fiducies de revenu effectué par le personnel de l'Autorité des marchés financiers ainsi que des commissions de valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, du Manitoba, de l'Ontario et de la Nouvelle-Écosse (le « personnel » ou « nous »). Il s'ajoute aux directives et notes d'interprétation fournies dans l'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects* (l'« Instruction générale 41-201 »), l'Avis multilatéral 51-310 du personnel des ACVM, *Rapport sur l'examen des documents d'information continue des fiducies de revenu effectué par le personnel*, l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, *Mesures financières non conformes aux PCGR* (l'« Avis 52-306 ») et l'Avis 41-304 du personnel des ACVM, *L'information sur les liquidités distribuables présentée par les fiducies de revenu dans leurs prospectus*, ainsi qu'aux obligations prévues par le Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue (le « Règlement 51-102 »).

2. But et portée

Les fiducies de revenu demeurent, pour plusieurs formes d'entreprises, l'un des structures les plus populaires pour faire un premier appel public à l'épargne. Conformément à notre programme d'examen de l'information continue, nous vérifions périodiquement si les fiducies de revenu respectent leurs obligations réglementaires en ce qui a trait à cette information. Récemment, le personnel a sélectionné 45 fiducies de revenu ayant leur siège social au Canada pour un examen complet de leur information continue.

3. Résumé des constatations et des recommandations

Les résultats de notre examen nous portent à croire que, pour respecter toutes leurs obligations d'information continue, les fiducies de revenu doivent améliorer considérablement la nature et l'étendue de leur information, en particulier les liquidités distribuables présentées dans le rapport de gestion.

Sur les 45 fiducies de revenu examinées :

- 7 ont dû redéposer des documents d'information ou en déposer certains qu'ils n'avaient pas encore déposé;
- 31 se sont engagées à améliorer l'information fournie dans les rapports de gestion, états financiers, notices annuelles ou communiqués de presse à venir;
- 7 ne présentaient pas de lacunes dans leur information continue.

4. Principales problématiques en matière d'information

A. Rapports de gestion

La présentation des liquidités distribuables demeure une grande source de confusion. Ce montant, qui représente les rentrées de fonds nettes que l'exploitation ou les actifs de la fiducie de revenu sont censés produire, comprend souvent des estimations et des hypothèses importantes. Le montant réellement distribué par la fiducie est à sa discrétion.

Pour satisfaire aux obligations prévues par l'Annexe 51-102A1, Rapport de gestion (l'« Annexe 51-102A1 »), les fiducies de revenu devraient compléter l'information fournie dans le rapport de gestion sur les liquidités distribuables par un exposé complet des hypothèses, des risques et incertitudes, des besoins en fonds de roulement et des décisions de financement qui se rapportent à elles. Cette information aide les investisseurs à estimer si le montant des liquidités distribuables estimatives est raisonnable et viable.

Parmi les 45 fiducies examinées, 18 se sont engagées à améliorer l'information fournie au sujet des liquidités distribuables dans les rapports de gestion à venir.

Outre que leur information sur les liquidités distribuables présentait des lacunes, deux fiducies de revenu ont eu à redéposer des rapports de gestion en raison d'autres lacunes importantes dans leur information et quatre ont pris l'engagement d'améliorer dans son ensemble l'information qui sera fournie à l'avenir.

Nous concluons de notre examen que l'information présentée dans les rapports de gestion à propos des liquidités distribuables comportait de sérieuses lacunes dans au moins l'un des trois points prévus par l'Annexe 51-102A1 : i) la situation de trésorerie, ii) les risques et incertitudes, et iii) la performance globale et les résultats d'exploitation.

i) Situation de trésorerie¹

Conformément à l'Annexe 51-102A1, l'émetteur doit présenter dans son rapport de gestion annuel et intermédiaire une analyse de sa capacité de se procurer suffisamment d'espèces ou de quasi-espèces pour conserver la capacité de soutenir la croissance, y compris une description des sources de financement ainsi que des situations susceptibles de se produire qui pourraient les compromettre. Les fiducies de revenu étaient nombreuses à ne pas fournir suffisamment d'information sur les sources de financement relatives aux distributions en espèces courantes et futures. Pour remplir intégralement leurs obligations d'information continue, elles doivent présenter une analyse exhaustive de ces sources de financement, car elle permet aux investisseurs de se former un jugement éclairé de la capacité de la fiducie à maintenir les distributions à long terme.

¹ Annexe 51-102A1, partie 2, rubrique 1.6.

S'il est bien de l'intention des fiducies de revenu de distribuer leurs liquidités disponibles aux porteurs de parts, la somme réellement distribuée dépend d'une multitude de facteurs, notamment la performance financière de la société en exploitation, les besoins en fonds de roulement et des besoins futurs en capital. Chez bon nombre des fiducies examinées, les états financiers consolidés indiquaient qu'une certaine part des distributions provenait d'autres sources que des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation. Par exemple, une partie provenait parfois de lignes de crédit opérationnelles, de facilités de crédit à long terme, de réserves retenues sur des périodes antérieures ou d'un remboursement de capital.

Lorsqu'elles n'omettaient pas tout simplement l'analyse des sources de liquidités provenant des flux de trésorerie, bien des fiducies usaient de formules passe-partout sans guère fournir de chiffres, voire aucuns. Voici un exemple d'analyse inacceptable de la situation de trésorerie :

« [TRADUCTION] L'insuffisance de fonds entre les « Liquidités disponibles pour distribution » et les « Distributions aux porteurs » a été comblée principalement au moyen du fonds de roulement. La direction prévoit être en mesure de combler les éventuelles insuffisances qui pourraient se reproduire en prélevant la différence entre les liquidités produites et les liquidités distribuées sur le fonds de roulement, les fonds en caisse et ses facilités de crédit. Le fonds de roulement a été constitué par appels publics à l'épargne. ».

Cette analyse fournit peu d'information aux investisseurs. La fiducie concernée peut bien avoir fait des distributions supérieures à ses flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation, mais l'analyse reste vague sur les sources de financement des distributions. On n'y trouve pas d'information utile aux investisseurs pour estimer la viabilité des distributions à long terme et on peut en déduire que la fiducie puise les distributions dans le produit du placement de titres de participation.

Bien que l'Annexe 51-102A1 ne le prévoient pas expressément, pour remplir leurs obligations d'information sur la situation de trésorerie en vertu de cette annexe, les fiducies de revenu devraient présenter au sujet des sources de financement relatives aux distributions en espèces courantes et futures suffisamment d'information pour que les porteurs de parts sachent quelle partie des distributions qui leur sont versées proviennent des flux de trésorerie non liés aux activités d'exploitation, le cas échéant. En outre, les fiducies de revenu devraient, s'il y a lieu, chiffrer ces montants et indiquer l'incidence que le financement des liquidités distribuables au moyen des flux de trésorerie non liés aux activités d'exploitation peut avoir sur la capacité de maintenir les distributions à long terme.

ii) Risques et incertitudes²

Le rapport de gestion fournit aux investisseurs de l'information qui les aide à apprécier les risques et les incertitudes susceptibles d'avoir une incidence importante sur la performance de l'entité sous-jacente (la société en exploitation) et, par conséquent, des répercussions sur

² Annexe 51-102A1, partie 2, rubrique 1.2.

les distributions courantes et futures. Toutes les fiducies de revenu examinées fournissaient de l'information sur les risques et les incertitudes entourant leur structure, leur taxation, la réglementation et les facteurs propres à leur secteur. Toutefois, 13 d'entre elles avaient formulé leur analyse des engagements, événements, risques ou incertitudes en phrases passe-partout, qui ne contiennent généralement guère d'information utile pour les investisseurs et, parfois, ne répondent pas aux obligations prévues à l'annexe.

Les sociétés en exploitation évoluent dans diverses branches d'activité. Chacune doit faire face à des risques et à des engagements qui lui sont propres et qui peuvent avoir une incidence importante sur le volume des flux de trésorerie qu'elle peut verser aux porteurs de parts par le truchement de la fiducie. Selon nos examens, elles sont notamment exposées aux fluctuations du cours des marchandises et du taux de change, au risque de crédit, à des engagements au titre du fonds de roulement, à des dépendances économiques et à des facteurs économiques généraux. Conformément à l'Annexe 51-102A1, les fiducies de revenu doivent analyser les tendances et les risques connus qui se sont répercutés sur les états financiers de la société en exploitation ainsi que les tendances et les risques dont on peut raisonnablement penser qu'ils auront une incidence sur leurs activités futures. Voici deux exemples d'analyses des risques et incertitudes formulées en phrases passe-partout qui ne seraient pas conformes à l'Annexe 51-102A1 :

Premier exemple

« [TRADUCTION] Le montant et le moment des dépenses en immobilisations de la Fiducie A auront une incidence indirecte sur le montant des liquidités disponibles pour distribution aux porteurs. La fiducie A peut diminuer, voire annuler, les distributions lorsqu'elle le juge nécessaire pour effectuer des dépenses importantes, notamment en immobilisations. »

Cette analyse offre peu d'information aux investisseurs. Le risque lié à l'entretien et au remplacement des immobilisations de la société en exploitation constitue un risque primaire et important pour la plupart des fiducies de revenu. Les engagements de trésorerie nécessaires à l'entretien et au remplacement des immobilisations est un élément que les investisseurs doivent connaître pour évaluer la capacité de la fiducie à soutenir ses distributions à long terme. Les immobilisations de la société en exploitation produisent les flux de trésorerie servant à payer les distributions. Ainsi, tout changement défavorable dans leur composition risque d'avoir un effet important sur les sommes distribuées.

Bien que l'Annexe 51-102A1 ne le prévoie pas expressément, pour satisfaire à l'obligation d'information sur les risques, les fiducies de revenu devraient fournir à propos des facteurs de risque une analyse circonstanciée sur les engagements qui peuvent être nécessaires pour remplacer et maintenir les immobilisations, y compris un exposé quantifié des niveaux annuels prévus de préservation du capital par rapport aux niveaux courants, et sur leur effet prévu sur les distributions.

Deuxième exemple

« [TRADUCTION] La rentabilité de la fiducie B est sensible aux fluctuations des prix de gros de la « marchandise X » attribuables à l'évolution de l'offre, à la taxation, au contrôle des prix et aux autres conditions de marché influant sur le secteur de cette marchandise. Comme la fiducie B n'a pas de prise sur bon nombre de ces facteurs, elle peut ne pas être en mesure de faire porter à la clientèle les hausses subites et marquées des prix de gros en augmentant les prix de détail. En outre, le moment où ces hausses sont ainsi transférées peut avoir une incidence importante sur les marges. L'augmentation des prix de gros peut rétrécir les marges brutes de la fiducie B et, si elle perdure, faire reculer la demande en incitant la clientèle à réduire sa consommation ou à se tourner vers d'autres sources d'énergie. ».

Il s'agit encore d'une analyse peu instructive pour ce qui est d'évaluer les perspectives d'avenir de la fiducie et l'incidence possible du risque sur les distributions. Conformément à l'Annexe 51-102A1, les fiducies de revenu devraient, dans la mesure du possible, chiffrer l'incidence que chaque risque a eue dans le passé et devrait avoir dans le futur afin d'en permettre l'analyse relative. Pour certaines fiducies, la meilleure option pourrait consister à présenter une analyse de sensibilité aux fluctuations des prix des marchandises et sur leur effet sur les distributions. Les investisseurs disposeraient ainsi d'une information plus significative sur laquelle évaluer ce facteur de risque. De plus, cette information aiderait les investisseurs à mieux comprendre le lien entre les risques et leur incidence respective sur l'exploitation. Bien que certaines instructions de l'Annexe 51-102A1 ne le prévoient pas expressément, pour décrire un risque avec exactitude, les fiducies de revenu devraient indiquer les mesures qu'elles ont prises ou entendent prendre pour en atténuer l'incidence.

iii) Performance globale et résultats d'exploitation³

La rubrique 1.2 de l'Annexe 51-102A1 exige que les émetteurs présentent dans le rapport de gestion une analyse de leur situation financière, de leurs résultats d'exploitation et de leurs flux de trésorerie. Cette analyse comprend une comparaison de la performance de la dernière période avec celle de la période précédente ainsi qu'un exposé des raisons pour lesquelles des changements sont survenus ou des changements attendus ne sont pas survenus. Elle doit également comprendre une description chiffrée des variations importantes.

Parmi les fiducies de revenu que nous avons examinées, dix n'avaient pas présenté une analyse conforme des événements ayant, au cours de l'exercice, entraîné des variations dans les postes prévus des états financiers. En l'occurrence, ces fiducies n'avaient pas chiffré les facteurs expliquant les variations importantes. La quantification des facteurs particuliers à l'origine des variations aide les investisseurs à comprendre l'incidence que ces facteurs ont eue sur les résultats de la période. Bon nombre de fiducies se sont bornées à faire une analyse superficielle plutôt qu'approfondie de la performance globale. Voici un

³ Annexe 51-102A1, partie 2, rubriques 1.2 et 1.4.

exemple d'analyse insuffisante des états financiers dans un rapport de gestion (détails modifiés) :

« [TRADUCTION] Produits

Le chiffre d'affaires est passé de 11,5 millions de dollars pour le trimestre terminé le 30 juin 2004 à 13,7 millions pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, une hausse de 19 %. En pourcentage, la marge brute s'est chiffrée à 39,1 % au deuxième trimestre contre 42,2 % pour la même période de l'exercice précédent. Les facteurs à l'origine de cette contraction de la marge brute sont notamment : 1) le fret payé pour l'importation des matières afin de respecter les délais de production serrés exigés par la clientèle; 2) l'augmentation de la production impartie par rapport à l'exercice précédent afin de répondre à la demande prévue en stocks de la part des détaillants; et 3) la forte pondération de certains articles à marge élevée dans la composition du chiffre d'affaires de la période précédente. ».

Dans cet exemple, la fiducie n'a pas donné d'information sur la variation du chiffre d'affaires, hormis celle tirée de ses états financiers. Bien qu'elle ait énuméré les facteurs ayant réduit le pourcentage de la marge brute de la période, ces facteurs ne sont pas chiffrés ni commentés d'une manière qui soit utile. Conformément à l'Annexe 51-102A1, les fiducies de revenu devraient commenter chaque facteur de façon à ce que les investisseurs puissent juger de leur signification relative.

B. Mesures financières non conformes aux PCGR

La majorité des fiducies de revenu présentent des mesures financières non conformes aux PCGR. Le nombre de mesures présentées et l'uniformité de la présentation varient considérablement d'une fiducie à l'autre. Dans certains cas, les fiducies de revenu ne font reposer l'analyse de leurs résultats financiers pour une période donnée dans les communiqués et les rapports de gestion que sur des mesures non conformes aux PCGR. Cependant, dans bien des cas, la présentation de ces mesures par les fiducies de revenu ne répond pas aux normes minimales énoncées dans l'Avis 52-306.

i) Rapprochement avec les mesures conformes aux PCGR

Selon l'Avis 52-306, la fiducie de revenu qui présente des mesures non conformes aux PCGR, comme les liquidités distribuables ou le BAIIA, doit les rapprocher de celles les plus directement comparables qui soient établies conformément aux PCGR. Dans le cas des liquidités distribuables, nous estimons que les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation présentés dans les états financiers sont la mesure conforme aux PCGR la plus directement comparable. Or, un nombre important de fiducies de revenu examinées commençaient leur rapprochement avec le bénéficiaire ou le BAIIA, ce qui donne lieu à de nombreux ajustements fournissant peu d'information et suscitant de plus en plus de confusion. Certains ajustements ont une incidence limitée sur les flux de trésorerie et peuvent donc entraîner la constatation de liquidités distribuables qui n'indiquent pas avec exactitude les liquidités qui étaient disponibles pour distribution. Par exemple, une fiducie avait effectué un ajustement pour « élimination de l'effet de la méthode de l'acquisition »

qui majorait les liquidités distribuables sans toutefois avoir d'incidence sur les flux de trésorerie.

Ainsi qu'il est précisé dans l'Avis 52-306, les fiducies de revenu devraient commencer le rapprochement entre les liquidités distribuables et la mesure conforme aux PCGR la plus directement comparable par les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation constatés dans leurs états financiers, y compris la variation des éléments hors caisse du fonds de roulement au cours de la période.

ii) Mise en évidence

L'Avis 52-306 précise en outre que, si des mesures non conformes aux PCGR sont présentées, il faut aussi présenter les mesures conformes aux PCGR les plus directement comparables en les mettant autant ou davantage en évidence que celles qui n'y sont pas conformes. Il ressort de notre examen que de nombreuses fiducies ne mettaient pas autant en évidence les mesures conformes aux PCGR et que certaines n'en présentaient pas du tout. Nous avons enjoint à deux fiducies de redéposer deux documents d'information parce que l'information déposée à l'origine mettait une mesure non conforme davantage en évidence que sa mesure conforme la plus directement comparable.

Voici un exemple de communiqué d'annonce de résultats qui ne saurait être acceptable (détails modifiés) :

« [TRADUCTION] La fiducie A a commenté aujourd'hui ses résultats du troisième trimestre terminé le 30 septembre 2005. Selon les chiffres préliminaires, le chiffre d'affaires de la fiducie A pour le trimestre a atteint 21,7 millions, alors qu'il était de 20,6 millions de dollars au troisième trimestre de l'exercice précédent. On estime que cette hausse a fait passer le bénéfice ajusté avant intérêts, impôts et amortissement (« BAIIA ajusté ») d'environ 3,3 millions de dollars à 4,4 millions pour les mêmes périodes. D'après ces résultats préliminaires, la fiducie A estime que les liquidités distribuables se sont établies à environ 1 750 000 \$ pour le trimestre, soit une augmentation de 725 000 \$, la fiducie A ayant versé aux porteurs des distributions en espèces de 1,9 million de dollars au cours de la période. Les résultats financiers du troisième trimestre de 2005 rendent compte de l'accroissement des ventes aux États-Unis et de leur repli dans l'Ouest canadien qui, combinés avec le report des stocks de grands dépositaires, ont fait progresser les ventes consolidées de la période de 18 % par rapport au troisième trimestre de l'exercice précédent. ».

La fiducie en question a révélé plus tard dans ses états financiers qu'elle avait subi une perte nette pour la période par rapport à celle de l'exercice précédent où elle avait réalisé un bénéfice net. Ce résultat n'est pas évident dans le communiqué. Cette forme de présentation nous paraît de nature à induire en erreur. L'exclusion ou le peu de visibilité de la mesure conforme aux PCGR qui s'applique en l'occurrence n'assurent pas aux investisseurs une présentation exacte et normalisée des résultats financiers courants de l'émetteur. Comme nous l'indiquons dans l'Avis 52-306, les fiducies de revenu qui présentent des mesures non

conformes aux PCGR devraient également présenter et analyser celles conformes aux PCGR qui leur sont le plus directement comparables en les mettant en évidence.

C. Écarts d'acquisition

Au cours de notre examen, nous avons relevé des cas où il semble que les tests de dépréciation des écarts d'acquisition énoncés dans le chapitre 3062, *Écarts d'acquisition et autres actifs incorporels*, du Manuel de l'ICCA⁴ n'ont pas été effectués en temps voulu. Le chapitre 3062 prévoit qu'en règle générale, tout écart d'acquisition doit être soumis annuellement à un test de dépréciation, mais aussi entre les tests annuels lorsqu'il est plus probable qu'improbable que la survenance d'un événement ou d'une situation aura pour effet de faire baisser la juste valeur d'une unité d'exploitation au-dessous de sa valeur comptable.

Nombre d'entreprises ont connu une hausse de valeur remarquable par suite de leur premier appel public à l'épargne comme fiducie de revenu ou de leur conversion en fiducie. L'excédent de la juste valeur de l'entreprise sur la valeur comptable attribuée à ses actifs a donné lieu à la constatation d'écarts d'acquisition importants dans les états financiers de nombreuses fiducies.

Certaines fiducies de revenu ont estimé qu'il n'était pas nécessaire d'appliquer le test de dépréciation malgré l'existence de facteurs indiquant qu'elles avaient potentiellement subi une dépréciation. En particulier, des événements tels que la dégradation du climat commercial de l'entité sous-jacente ou la perte de clients importants laissaient conclure à la nécessité du test.

Ainsi qu'il est indiqué dans l'Avis 51-706 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Corporate Finance Report (2005)*⁵, les fiducies de revenu devraient évaluer la juste valeur des unités d'exploitation selon plusieurs méthodes chaque fois qu'elles appliquent un test de dépréciation des écarts d'acquisition, particulièrement lorsqu'une méthode fondée sur les cours ne semble pas produire des résultats compatibles avec les indices ressortant des facteurs externes.

D. Rémunération des membres de la haute direction

L'Annexe 51-102A6, Déclaration de la rémunération des membres de la haute direction (l'« Annexe 51-102A6 »), prescrit l'information que les émetteurs assujettis doivent déclarer au sujet de la rémunération versée à certains membres de la haute direction.

⁴ En vertu de l'article 3.1 du Règlement 52-107 sur les principes comptables, normes de vérification et monnaies de présentation acceptables, les émetteurs doivent établir leurs états financiers selon les PCGR canadiens, lesquels, au sens de la Norme canadienne 14-101, *Définitions*, sont les principes comptables généralement reconnus établis selon le Manuel de l'ICCA.

⁵ Avis 51-706 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, partie 2, rubrique A. Les autorités en valeurs mobilières n'ont pas toutes publié un avis analogue, mais la plupart des fiducies de revenu sont émetteurs assujettis dans plusieurs territoires, dont l'Ontario.

Certaines fiducies de revenu engagent pour elles-mêmes ou pour la société en exploitation les services d'une société de gestion externe. Au cours de notre examen, nous avons relevé des cas où, à cause de cette structure de gestion externe, la rémunération des membres de la haute direction n'était pas présentée dans son intégralité conformément à l'Annexe 51-102A6.

Au sens de la législation en valeurs mobilières, est également un « dirigeant » la personne qui exerce des fonctions analogues à celles d'un dirigeant. La définition de « membre de la haute direction » prévue par le Règlement 51-102 comprend les personnes physiques exerçant un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur. Pour l'application de l'Annexe 51-102A6, le chef de la direction et le chef des finances comprennent les personnes qui exercent des fonctions similaires. Ainsi qu'il est précisé dans l'Avis 51-706 précité⁶, nous considérons en général que les membres de la direction de la société de gestion externe exercent à l'égard de la fiducie et de la société en exploitation des fonctions analogues à celles d'un dirigeant, notamment le pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations. Par conséquent, toutes les obligations faites aux dirigeants ou aux membres de la haute direction d'un émetteur assujetti en vertu de la législation en valeurs mobilières s'appliqueraient habituellement aux membres de la haute direction de la société de gestion externe.

En particulier, toujours selon l'Avis 51-706 précité, les fiducies de revenu doivent, en plus des frais de gestion, de la rémunération au rendement et de toute autre somme à verser à la société de gestion externe, fournir à l'égard des membres de la haute direction de cette société l'information relative à la rémunération prévue à l'Annexe 51-102A6. Cette information doit comprendre toute rémunération que la fiducie de revenu doit verser directement aux membres de la haute direction ainsi que toute rémunération que la société de gestion externe doit verser aux membres de sa haute direction et qui est attribuable aux frais de gestion ou aux autres sommes versées par la fiducie de revenu (par exemple, les salaires, les primes, les dividendes ou les distributions).

E. Information occasionnelle

Nous avons relevé certains événements touchant la société en exploitation qui semblaient, en ce qui concerne la fiducie, correspondre à la définition de « changement important »⁷, mais pour lesquels les fiducies concernées n'avaient pas déposé de déclaration de changement important. Par exemple, nous avons rencontré trois cas de manquement à une clause restrictive d'une facilité de crédit par la société en exploitation qui ont conduit à une suspension ou une forte diminution des distributions versées aux porteurs de parts de la fiducie. Même si la publication du communiqué annonçant la révision des distributions a eu une incidence importante sur le prix des parts de la fiducie, les émetteurs ont prétendu que ces événements ne répondaient pas à la définition du changement important.

⁶ *Op. cit.*, partie 2, rubrique H. Les autorités en valeurs mobilières n'ont pas toutes publié un avis analogue, mais la plupart des fiducies de revenu sont émetteurs assujettis dans plusieurs territoires, dont l'Ontario.

⁷ Règlement 51-102, article 1.1.

Pour une fiducie de revenu, un « changement important » au sens du Règlement 51-102 comprend tout événement touchant la société en exploitation et produisant un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de la fiducie dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le prix des parts de la fiducie. Conformément aux obligations d'information sur les changements importants prévues par le Règlement 51-102, les fiducies doivent donc évaluer la mesure dans laquelle les événements touchant la société en exploitation se répercutent sur elles, particulièrement lorsqu'ils ont une incidence sur les distributions aux porteurs de parts.

F. Contrats importants⁸

Nous avons constaté que trois fiducies de revenu avaient obtenu une renonciation à des clauses restrictives de leurs facilités de crédit et avaient apporté des modifications à ces facilités, sans toutefois déposer les conventions de crédit modifiées dans SEDAR. L'une des fiducies n'avait déposé ni la convention d'origine, ni de modifications ultérieures. Puisque la plupart des conventions de crédit conclues par les fiducies de revenu sont assorties de clauses restreignant les liquidités distribuables, les modalités importantes de ces conventions devraient toujours être accessibles aux investisseurs.

En vertu de l'article 12.2 du Règlement 51-102, l'émetteur doit déposer tout contrat important dans SEDAR, sauf ceux conclus dans le cours normal des activités. Conformément à l'Instruction générale 41-201, il est conseillé aux fiducies de revenu de considérer tout contrat ayant une incidence directe sur les distributions d'encaisse (c'est-à-dire de liquidités) qu'elles prévoient faire comme un contrat important à déposer avec le prospectus. Bien que l'Instruction générale 41-201 ne l'explique pas, les fiducies de revenu devraient déposer tout changement à ces contrats dans SEDAR ainsi que tout nouveau contrat de ce genre.

Conclusion

D'après nos observations, il semble que, pour respecter le Règlement 51-102, de nombreuses fiducies de revenu doivent rehausser la nature et l'étendue de leur information, particulièrement celle fournie au sujet des liquidités distribuables dans le rapport de gestion. Ce document d'information, en ce qui a trait aux fiducies de revenu, est indispensable pour les porteurs de parts. Il les aide à comprendre les états financiers de la fiducie et, surtout, à apprécier la valeur de leurs investissements, laquelle, pour les fiducies de revenu, dépend de la durabilité des distributions.

Pour toute question ou observation, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

⁸ Instruction générale 41-201, partie 2, rubrique C, point 2.8.

Hugues Gravel, analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0558, poste 4329
Télécopieur : 514-873-6155
Courriel : hugues.gravel@lautorite.qc.ca

Nicole Parent, analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0558, poste 4455
Télécopieur : 514-873-6155
Courriel : nicole.parent@lautorite.qc.ca

Sonny Randhawa, Senior Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-2380
Télécopieur : 416-593-3683
Courriel : srandhawa@osc.gov.on.ca

Kyler Wells, Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-8229
Télécopieur : 416-593-3683
Courriel : kwells@osc.gov.on.ca

Manny Albrino, Senior Securities Analyst, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6641
Télécopieur : 604-899-6581
Courriel : malbrino@bcsc.bc.ca

Michael Moretto, Manager, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6767
Télécopieur : 604-899-6581
Courriel : mmoretto@bcsc.bc.ca

Lara Gaede, Associate Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-4223
Télécopieur : 403-297-2082
Courriel : lara.gaede@seccom.ab.ca

Jennifer Wong, Securities Analyst
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-3617
Télécopieur : 403-297-2082
Courriel : jennifer.wong@seccom.ab.ca

Wayne Bridgeman, Senior Analyst
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : 204-945-4905
Télécopieur : 204-945-0330
Courriel : wbridgeman@gov.mb.ca

Frank Mader, Staff Accountant
Nova Scotia Securities Commission
Téléphone : 902-424-5343
Télécopieur : 902-424-4625
Courriel : maderfa@gov.ns.ca

Le 4 août 2006

**AVIS 52-306 DU PERSONNEL DES AUTORITÉS CANADIENNES EN
VALEURS MOBILIÈRES (RÉVISÉ)****Mesures financières non conformes aux PCGR****Révision et republication**

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) a révisé et republié le présent avis afin de clarifier ses attentes en matière de présentation des liquidités distribuables. Seule la partie de l'Avis 52-306 du personnel des ACVM publié à l'origine en novembre 2003 qui exposait ces attentes a été modifiée. Cet avis traitait notamment du fait que, dans certains cas, des émetteurs puissent considérer les liquidités distribuables comme une mesure de la performance de l'exploitation et, dès lors, les rapprocher du bénéfice net. Depuis cet avis, le personnel des ACVM a conclu que les liquidités distribuables sont dans tous les cas une mesure des flux de trésorerie et qu'on n'en donne une image fidèle que si on les rapproche des flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation présentés dans les états financiers de l'émetteur. Le présent avis vise donc à exposer les attentes du personnel des ACVM au sujet du rapprochement avec ces flux de trésorerie. Par ailleurs, les émetteurs sont priés de se reporter aux autres avis du personnel qui traitent de la présentation des liquidités distribuables.

Objet

Le présent avis fournit des directives aux émetteurs qui présentent des mesures financières différentes de celles prescrites par les principes comptables généralement reconnus (PCGR). Il remplace l'*Avis 52-303 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Mesures de calcul des résultats non conformes aux PCGR*, lequel est supprimé. Le personnel des ACVM a constaté que certaines autres mesures financières non conformes aux PCGR sont présentées sans l'information et les rapprochements recommandés à l'égard des mesures des résultats non conformes aux PCGR. Aussi a-t-il décidé d'étendre expressément la portée de cet avis à toutes les mesures financières non conformes aux PCGR.

Définition

Pour l'application du présent avis, une mesure financière non conforme aux PCGR s'entend d'une mesure chiffrée de la performance financière, de la situation financière ou des flux de trésorerie, antérieurs ou futurs, d'un émetteur qui n'est pas conforme aux PCGR et qui i) soit exclut des montants compris dans la mesure la plus directement comparable calculée et présentée conformément aux PCGR, ii) soit comprend des montants exclus de la mesure la plus directement comparable calculée et présentée conformément aux PCGR.

Problèmes relevés

Il est courant, pour bon nombre d'émetteurs, de publier des mesures financières non conformes aux PCGR, notamment dans leurs communiqués, leurs rapports de gestion, leurs prospectus et, parfois, leurs états financiers. Nombreuses sont les mesures financières non conformes aux PCGR qui sont obtenues à partir du bénéfice net calculé conformément aux PCGR, mais qui, en omettant certains postes, présentent la performance financière sous un jour plus favorable. Les mesures financières non conformes aux PCGR peuvent être exprimées, notamment, comme suit : « bénéfice net proforma », « bénéfice d'exploitation », « bénéfice en trésorerie », « flux de trésorerie disponibles », « encaisse distribuable », « BAIIA », « bénéfice ajusté », et « bénéfice avant charges ponctuelles ». Or ces termes n'ont pas de sens normalisé et peuvent être utilisés diversement par différentes sociétés, ou diversement par la même société d'une période à l'autre. Sont également des mesures financières non conformes aux PCGR celles, comme le rendement de l'actif, dont le calcul repose sur un actif ou un bénéfice net différent de celui présenté dans des états financiers établis conformément aux PCGR.

Le personnel a certes observé des progrès dans la présentation des mesures financières non conformes aux PCGR par les émetteurs, mais il y a encore place à amélioration. En particulier, les émetteurs ont coutume de fournir ces éléments d'information sans expliquer les motifs de leur présentation ni l'usage qu'en fait la direction.

Le personnel craint que les mesures financières non conformes aux PCGR ne déroutent les investisseurs, voire qu'elles ne les induisent en erreur. Afin d'éviter les risques de confusion, ces mesures doivent être accompagnées d'une mention expresse indiquant clairement que leur sens n'est pas normalisé, d'un exposé de leur élaboration et d'un rapprochement avec les mesures les plus directement comparables présentées dans les états financiers de l'émetteur établis conformément aux PCGR.

Le personnel a noté que certains émetteurs ont présenté des mesures financières non conformes aux PCGR qui semblaient définies différemment d'un trimestre ou d'un exercice à l'autre. Par exemple, des « pertes ponctuelles » peuvent être exclues des résultats d'un trimestre, et par ailleurs, des « gains ponctuels » peuvent être inclus dans les résultats d'un trimestre ultérieur.

Lorsqu'un émetteur considère certains éléments comme des charges « non récurrentes » ou « ponctuelles » et que, pour obtenir une mesure des résultats différente, il n'en tient pas compte dans le calcul du bénéfice net ou de la perte nette effectué conformément aux PCGR, il est rare qu'il fasse état de la nature de ces charges et qu'il indique pourquoi, selon lui, elles ne sont pas susceptibles de se répéter. Par ailleurs, le personnel a remarqué que des émetteurs avaient présenté des éléments comme non récurrents, rares ou inhabituels, alors qu'une perte ou un gain semblable s'était produit au cours des deux exercices précédents ou était raisonnablement susceptible de se reproduire dans les deux exercices suivants.

Le personnel redoute également que les émetteurs n'accordent davantage d'importance à une ou plusieurs mesures financières non conformes aux PCGR qu'au bénéfice net

calculé conformément aux PCGR. Les communiqués mettent souvent ces mesures en évidence dans les résultats qu'ils annoncent. Ils contiennent fréquemment des comparaisons de mesures des résultats non conformes aux PCGR avec le trimestre précédent et avec les résultats estimatifs publiés précédemment, exprimées en montants totaux et par action, et accompagnées d'une indication de la variation absolue et de la variation en pourcentage. Le bénéfice net calculé conformément aux PCGR est souvent présenté comme un élément secondaire par rapport aux mesures non conformes aux PCGR. De plus, il ne fait généralement pas l'objet d'une analyse aussi poussée.

Attentes du personnel

Des états financiers établis conformément aux PCGR offrent aux investisseurs une base clairement définie pour effectuer une analyse et une comparaison financières des émetteurs. Le personnel reconnaît que les mesures financières non conformes aux PCGR peuvent servir à donner aux investisseurs de l'information complémentaire leur permettant de mieux comprendre les principales composantes des résultats financiers de l'émetteur. Il souligne toutefois l'importance de ne pas les présenter d'une manière qui rende confuses ou obscures les mesures conformes aux PCGR. Le personnel rappelle aux émetteurs qu'ils sont tenus d'exposer, dans leur rapport de gestion, leur appréciation des résultats d'exploitation. Les émetteurs devraient se demander si la présentation séparée des mesures financières non conformes aux PCGR sert aux lecteurs d'une manière particulière. Selon le personnel, il est préférable de faire un exposé complet des activités d'exploitation et de l'incidence d'événements particuliers sur celles-ci dans le rapport de gestion que de présenter de mesures financières non conformes aux PCGR.

Le personnel rappelle aux émetteurs qu'ils ont la responsabilité de veiller à ce que l'information fournie au public ne soit pas trompeuse. La présentation sélective de l'information financière peut être trompeuse si elle entraîne l'omission d'information importante. Le personnel avertit les émetteurs qu'ils s'exposent à des poursuites s'ils communiquent de l'information d'une manière jugée trompeuse et, dès lors, susceptible de causer préjudice au public.

Le personnel s'attend à ce que les émetteurs définissent clairement les mesures financières non conformes aux PCGR et en expliquent la pertinence afin de ne pas induire les investisseurs en erreur. Les émetteurs présentant de telles données devraient le faire systématiquement d'une période comptable à l'autre. Ils devraient notamment :

1. indiquer explicitement que les mesures financières non conformes aux PCGR n'ont pas de sens normalisé prescrit par les PCGR et qu'il est donc peu probable que l'on puisse les comparer avec des mesures du même type présentées par d'autres émetteurs;
2. présenter les mesures financières les plus directement comparables calculées conformément aux PCGR en les mettant autant ou davantage en évidence que celles qui n'y sont pas conformes;
3. expliquer l'utilité des mesures financières non conformes aux PCGR pour les investisseurs et l'usage que la direction de l'émetteur en fait;

4. fournir un rapprochement quantitatif clair entre les mesures financières non conformes aux PCGR et celles les plus directement comparables établies conformément aux PCGR, et y faire renvoi si les mesures non conformes aux PCGR paraissent en premier dans le document d'information;

5. expliquer tout changement qui intervient dans la composition des mesures financières non conformes aux PCGR lorsqu'elles sont comparées avec des mesures présentées précédemment.

Le personnel estime qu'il est inapproprié de présenter des mesures financières non conformes aux PCGR dans des états financiers établis conformément aux PCGR.

Le personnel est d'avis que les mesures financières non conformes aux PCGR ne devraient pas tenir compte d'ajustements relatifs à des éléments définis comme non récurrents, rares ou inhabituels, alors qu'une perte ou un gain semblable est raisonnablement susceptible de se reproduire dans les deux exercices suivants ou s'est produit au cours des deux exercices précédents.

Autres questions particulières

Liquidités distribuables

Certains émetteurs, tels que les fiducies de revenu, présentent de l'information sur les liquidités distribuables (encaisse distribuable). Si les PCGR prescrivent la présentation des distributions en espèces (soit les distributions réelles) dans les états financiers, les liquidités distribuables sont par contre une mesure financière non conforme aux PCGR. S'appliquent à l'information sur les liquidités distribuables les directives du personnel énoncées ci-dessus et exposées dans l'Avis 41-304 du personnel des ACVM, *L'information sur les liquidités distribuables présentée par les fiducies de revenu dans leurs prospectus*. Le personnel s'attend à ce que l'information sur les liquidités distribuables comprenne un rapprochement avec la mesure la plus directement comparable établie conformément aux PCGR, à savoir, selon le personnel, les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation présentés dans les états financiers de l'émetteur. Il convient de préciser que ces flux de trésorerie rendent compte de la variation des éléments hors caisse du fonds de roulement au cours d'une période.

Lorsque les distributions en espèces qui ont été versées ne sont pas égales aux liquidités distribuables, l'émetteur devrait également expliquer les causes de cet écart. Si ces distributions en espèces sont très supérieures aux liquidités distribuables, le personnel s'attend à ce que l'émetteur expose en détail le mode de financement des distributions dans l'information sur les liquidités distribuables supplémentaires, car il a une incidence sur les liquidités. Le recours aux formules passe-partout sur les sources de capital ou de financement disponibles ou un simple renvoi à l'état des flux de trésorerie pour de plus amples renseignements ne suffisent pas.

Lorsque les distributions versées sont très inférieures aux liquidités distribuables, le personnel s'attend à ce que l'émetteur présente dans l'information sur les liquidités distribuables les motifs pour lesquels elles n'ont pas été distribuées en entier.

Informations sectorielles

Le personnel sait qu'il règne une certaine confusion à savoir si certaines informations présentées conformément au chapitre 1701, *Informations sectorielles*, du *Manuel de l'Institut Canadien des Comptables Agréés* sont des mesures financières non conformes aux PCGR. Les émetteurs étant tenus de présenter dans les états financiers des informations sectorielles particulières transmises au principal responsable de l'exploitation, ces informations ne sont pas considérées comme des mesures financières non conformes aux PCGR pour l'application du présent avis. Cependant, si les informations sectorielles exposées dans le rapport de gestion ou un autre document ont fait l'objet d'une modification par rapport à celles présentées dans les états financiers, elles sont considérées comme des mesures financières non conformes aux PCGR et les directives du personnel énoncées ci-dessus s'appliquent. Pour toute information sectorielle présentée ailleurs que dans les états financiers, il convient de renvoyer le lecteur à la note afférente aux états financiers qui traite de la question. L'émetteur doit également expliquer l'utilité des informations sectorielles pour les investisseurs et l'usage qu'en fait la direction.

Informations prospectives

Les directives du personnel énoncées au présent avis s'appliquent aussi aux mesures financières prospectives non conformes aux PCGR.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

Sylvie Anctil-Bavas, Chef comptable – Marché de valeurs
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0558, poste 4373
Télécopieur : 514-873-6155
Courriel : sylvie.anctil-bavas@lautorite.qc.ca

Nicole Parent, analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0558, poste 4455
Télécopieur : 514-873-6155
Courriel : nicole.parent@lautorite.qc.ca

John Hughes, Manager, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-3695
Télécopieur : 416-593-3683
Courriel : jhughes@osc.gov.on.ca

Sonny Randhawa, Senior Accountant, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : 416-593-2380
Télécopieur : 416-593-3683
Courriel : srandhawa@osc.gov.on.ca

Wayne Bridgeman, Senior Analyst
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Téléphone : 204-945-4905
Télécopieur : 204-945-0330
Courriel : wbridgeman@gov.mb.ca

Lara Gaede, Associate Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-4223
Télécopieur : 403-297-2082
Courriel : lara.gaede@seccom.ab.ca

Fred Snell, Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-6553
Télécopieur : 403-97-2082
Courriel : fred.snell@seccom.ab.ca

Jennifer Wong, Securities Analyst
Alberta Securities Commission
Téléphone : 403-297-3617
Télécopieur : 403-297-2082
Courriel : jennifer.wong@seccom.ab.ca

Carla-Marie Hait, Chief Accountant
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6726
Télécopieur : 604-899-6581
Courriel : chait@bcsc.bc.ca

Mike Moretto, Manager, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Téléphone : 604-899-6767
Télécopieur : 604-899-6581
Courriel : mmoretto@bcsc.bc.ca

Le 4 août 2006

CSA Staff Notice 51-319 – Report on staff’s second continuous disclosure review of income trust issuers

1. Purpose

This notice reports the findings and recommendations of staff at the British Columbia, Alberta, Manitoba, Ontario and Nova Scotia securities commissions and the Autorité des marchés financiers (collectively, we or staff) arising from a targeted review of business income trust issuers. This notice supplements the guidance and interpretations provided in National Policy 41-201 *Income Trusts and Other Indirect Offerings* (NP 41-201), Multilateral Staff Notice 51-310 – *Report on Staff’s Continuous Disclosure Review of Income Trust Issuers*, CSA Staff Notice 52-306 *Non-GAAP Financial Measures* (SN 52-306) and CSA Staff Notice 41-304 *Income Trusts: Prospectus Disclosure of Distributable Cash*, and the requirements in *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations* (Regulation 51-102).

2. Objective and Scope

The income trust structure continues to be a preferred vehicle for a diverse range of businesses to complete initial public offerings. As part of our continuous disclosure review program, we periodically assess income trusts for regulatory compliance in their on-going disclosure. Recently, staff selected 45 business income trust issuers, with head-offices throughout Canada, for a full review of their continuous disclosure.

3. Summary of Findings and Comments

The results of our review suggest that, in order to fully comply with the continuous disclosure requirements, income trust issuers need to significantly improve the nature and extent of their disclosure. In particular, they need to improve the distributable cash disclosure in Management’s Discussion and Analysis (MD&A).

Of the 45 income trust issuers reviewed:

- 7 issuers had to re-file disclosure documents or file disclosure documents that they did not previously file;
- 31 issuers committed to provide disclosure enhancements in future MD&A, financial statements, AIF or press releases; and
- 7 issuers had no identifiable deficiencies in their continuous disclosure.

4. Significant Disclosure Issues

A. MD&A Disclosure

The presentation of distributable cash continues to cause considerable confusion. This figure, which represents the expected net cash to be generated by the income trust’s

businesses or assets often contains significant estimates and assumptions. The amount the trust actually distributes is at its discretion.

To satisfy the requirements of Form 51-102F1 – *Management’s Discussion and Analysis* (Form 51-102F1), income trusts should supplement the distributable cash presentation in their MD&A with comprehensive disclosure of the assumptions, risks and uncertainties, working capital requirements and financing decisions related to the trust. This information helps investors determine whether the amount of estimated distributable cash is reasonable and sustainable.

Of the 45 trusts reviewed, 18 income trust issuers committed to providing disclosure enhancements relating to distributable cash disclosures in future MD&A.

In addition to their deficient distributable cash disclosures, two income trust issuers were required to re-file previously filed MD&A because they had other significant disclosure deficiencies and four issuers committed to prospective overall disclosure enhancements.

During our review, we concluded that distributable cash disclosures in MD&A were significantly deficient in one or more of the three specific areas required by Form 51-102F1, (i) liquidity; (ii) risks and uncertainties; and (iii) overall performance and results of operations.

(i) Liquidity¹

Form 51-102F1 requires that an issuer discuss in its interim and annual MD&A the issuer’s ability to generate sufficient amounts of cash and cash equivalents to meet its planned growth including a description of the sources of funding and the circumstances that could affect those sources that are reasonably likely to occur. In many cases, income trust issuers did not provide sufficient disclosure about their sources of funding relating to current and future cash distributions. To fully comply with the continuous disclosure requirements, there should be a comprehensive discussion of the sources of funding relating to current and future cash distributions. This discussion helps unitholders form a reasoned judgment about a trust’s ability to sustain distributions over the long-term.

While income trusts intend to make distributions of their available cash to unitholders, the actual amount distributed depends on numerous factors, including the operating entity’s financial performance, working capital requirements and future capital requirements. In many trusts we reviewed, the consolidated financial statements revealed that some portion of distributions to unitholders was funded from sources other than cash flows from operations. For example, in some instances, a portion of distributions were funded from operating lines, long-term credit facilities, reserves held-back from prior periods, or a return of unitholder’s capital.

¹ Part 2, Item 1.6 of Form 51-102F1

Many trusts either provided a “boilerplate” discussion with minimal or no quantification of the sources of cash flows or provided no discussion at all. Here is an example of a liquidity discussion that is not acceptable:

The shortfall between ‘Cash available for distribution’ and ‘Distributions to unitholders’ has been funded primarily by working capital. Should any further shortfall arise, Management expects to be able to cover the difference between cash generated and cash distributed through working capital, cash on hand or its credit facility. Working capital has been built up over time from public offerings.

The above discussion provides limited information to investors. Although this trust may have made distributions in excess of its cash flows from operations, it is unclear from the discussion how the trust is funding distributions. The disclosure provides no meaningful information to investors to determine the long-term sustainability of distributions and implies that the trust is paying distributions from proceeds of equity offerings.

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 unitholders can understand what portion, if any, of the distributions they received were funded by non-operational 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-operational cash flows are being used to fund distributable cash.

(ii) Risks and Uncertainties²

MD&A provides information to investors to help them assess the potential risks and uncertainties that may materially affect the underlying entity’s (the operating entity) performance and, in turn, impact current and future distributions. All of the income trust issuers reviewed provided some disclosure on risks and uncertainties relating to the trust structure, taxation, regulation, and industry specific risk factors. However, 13 of them provided only a “boilerplate” discussion of these commitments, events, risks or uncertainties. Boilerplate discussions generally provide little or no useful information for investors and, in some cases, do not comply with the requirements of the form.

The operating entities are in a diverse range of businesses. Each operating entity has unique risks and commitments that may significantly impact the amount of cash flows that it can indirectly pass on to unitholders through the trust. Our reviews indicate that some of these risks include exposure to fluctuations in commodity price, foreign exchange, working capital commitments, credit risk, economic dependence, and overall economic factors. Under Form 51-102F1, an income trust must discuss known trends and risks that have affected the operating entity’s financial statements, and trends and risks that are reasonably

² Part 2, Item 1.2 of Form 51-102F1

likely to affect them in the future. Here are two examples of “boilerplate” risks and uncertainties discussions that would not comply with the requirements in Form 51-102F1:

Example 1

The timing and amount of capital expenditures by Trust A will indirectly affect the amount of cash available for distribution to Unitholders. Distributions may be reduced, or even eliminated, at times when Trust A deems it necessary to make significant capital or other expenditures.

This example provides limited information to investors. The risk associated with the maintenance and replacement of the operating entity’s capital assets is a significant and primary risk for most income trusts. The cash commitment required to maintain and replace its capital asset base is information an investor needs to assess a trust’s ability to sustain distributions over the long-term. The operating entity’s capital assets generate the cash flows to pay distributions. Therefore, an adverse change in their composition is likely to have a significant impact on distributions.

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 levels relative to current levels, and the expected effect on distributions.

Example 2

Trust B’s profitability is sensitive to fluctuations in wholesale prices of ‘commodity X’ caused by changes in supply, taxes, price controls and/or other market conditions affecting the ‘commodity X’ industry generally. Many of these factors are beyond Trust B’s control and thus, when there are sudden and sharp increases in the wholesale price of ‘commodity X’, Trust B may not be able to pass through these price increases to customers through retail sales prices. In addition, the timing of price pass-throughs can significantly affect margins. Wholesale price increases could reduce Trust B’s gross profits and could, if continued over an extended period of time, reduce demand by providing economic incentive to consumers to reduce consumption or convert to alternative energy sources.

Again, this example provides limited information in assessing the trust’s future prospects and the potential impact that this risk might have on distributions. To comply with Form 51-102F1, income trusts should quantify, if possible, the past and expected future impact of each risk to facilitate the analysis of each risk's relative impact. For some trusts, this might best be presented as a sensitivity analysis of potential fluctuations in the price of the commodity and its impact on distributions. This would provide unitholders with more meaningful information to assess this risk factor. It would also assist investors in further understanding the relationship between specific risks and their impact on operations. Also, although some of the instructions in Form 51-102F1 do not specifically state it, to

accurately describe a risk, an income trust should disclose any steps it has taken, or plans to take, to mitigate the impact of any risk.

(iii) Overall performance and results of operations³

Item 1.2 of Form 51-102F1 requires an issuer to provide in its MD&A an analysis of its financial condition, results of operations and cash flows. This required analysis includes a comparison of the performance in the most recently completed financial period to the prior period's performance and an explanation of why changes have occurred or expected changes have not occurred. This discussion should also describe and quantify material variances.

Ten of the income trust issuers we reviewed did not provide an adequate discussion of events in the year that caused variances in specific financial statement line items. In these instances, the trusts did not quantify factors used to explain material variances. A quantification of specific factors causing variances assists investors in understanding the impact of the factor on results for the period. Many trusts simply provided a superficial discussion rather than providing a detailed analysis of overall performance. Here is an example of MD&A with a deficient financial statement analysis (details have been changed):

Revenues

Sales of \$13.7 million for the three months ended June 30, 2005 increased by \$2.2 million, or 19%, from \$11.5 million for the three months ended June 30, 2004. Gross profit percentage in the second quarter was 39.1% compared to 42.2% during the same period last year. Factors causing the decline in gross profit percentage included: 1) freight used to import materials to meet aggressive lead times from customers; 2) more production outsourced than in the prior year in order to satisfy anticipated inventory demands from retailers; and 3) the sales mix in the prior period was heavily weighted in certain items which carry higher margins.

In this example, the trust did not provide information for changes in sales, other than what was readily available from its financial statements. Although the trust listed factors causing decreases in gross profit percentage for the period, these individual factors are not quantified or meaningfully discussed. To comply with Form 51-102F1, an income trust should discuss the individual factors so that investors can assess the relative significance of each factor.

B. Non-GAAP financial measures

Most income trusts present non-GAAP financial measures. The number of non-GAAP measures presented and the consistency in presentation vary considerably from trust to trust. In some instances, income trusts rely solely on non-GAAP measures as a means of

³ Part 2, Items 1.2 and 1.4 of Form 51-102F1

discussing the trust's financial results for a period in earnings releases and for the purposes of MD&A. However, in many instances, the presentation of non-GAAP measures by income trusts issuers does not meet the minimum standards set out in SN 52-306.

(i) Reconcile to GAAP measure

When non-GAAP measures such as distributable cash or EBITDA are presented by income trust issuers, under SN 52-306, the trust should reconcile the non-GAAP measure to the most directly comparable GAAP measure. For distributable cash, we interpret the most directly comparable GAAP measure to be cash flows from operating activities as presented in the issuer's financial statements. Instead, many income trusts reviewed began their GAAP reconciliation with earnings or EBITDA. This leads to many adjustments appearing in the distributable cash reconciliation which provide limited information and are increasingly confusing. In some cases, these adjustments have limited cash flow impact, and therefore may lead to distributable cash amounts that do not accurately reflect the amount of cash that was available for distribution. For example, one trust issuer included an adjustment for "elimination of purchase accounting impact" which increased distributable cash but did not show any cash flow impact.

As stated in SN 52-306, income trust issuers should ensure that when they present distributable cash, the reconciliation to the most directly comparable GAAP measure begins with cash flows from operations from the issuer's financial statements, including changes during the period in non-cash working capital balances.

(ii) Equal Prominence

SN 52-306 also states that when non-GAAP measures are presented, the most directly comparable GAAP measure should also be presented in equal or greater prominence than the non-GAAP measure. In our review, many trusts did not provide this level of equal prominence, and in some instances, did not even disclose a GAAP measure. We required two trust issuers to re-file disclosure documents because the original disclosure gave greater prominence to a non-GAAP measure than to the most directly comparable GAAP measure.

Here is an example of an unacceptable earnings release (details have been changed):

Trust A income fund commented today on its results for the third quarter ended September 30, 2005. On a preliminary basis, sales during the quarter for the Fund were approximately \$21.7 million, up from \$20.6 million in the comparable period last year. As a result of the sales increase, adjusted earnings before interest, taxes, depreciation and amortization ("Adjusted EBITDA") for the period are estimated to have increased to \$4.4 million from approximately \$3.3 million for the comparable period last year. Based on these preliminary results, the Fund estimates that Distributable Cash was approximately \$1,750,000 in the quarter, resulting in an increase of \$725,000 as the Fund paid cash distributions to Unitholders of \$1.9 million during the period. The financial results for the third quarter of 2005 reflect an increase in sales in the United States and a decline in sales

in Western Canada which, when combined with the carryover of large dealer inventories resulted in a 18% increase in consolidated sales in the period compared with last year's third quarter.

In this example, the trust only later revealed in its financial statements that it experienced a net loss in the period as opposed to the prior period when the income trust experienced a positive net income. This result is not evident from the earnings release. We find this type of presentation to be misleading. The exclusion or minimal prominence of the relevant GAAP measure does not provide investors with an accurate standardized representation of the issuer's current financial results. As stated in SN 52-306, income trusts should prominently disclose and discuss the most directly comparable GAAP measure whenever presenting non-GAAP financial measures.

C. Goodwill

Our review identified some instances where it appears that the goodwill impairment testing required by CICA Handbook Section 3062 *Goodwill and Other Intangible Assets* (S.3062)⁴ was not done in an appropriate timeframe. Generally, S.3062 requires that goodwill should be tested for impairment on an annual basis. However, S.3062 also states that goodwill should be tested for impairment between annual tests when an event or circumstance occurs that more likely than not reduces the fair value of a reporting unit below its carrying amount.

Many businesses enjoyed considerable increases in their value on completion of their income trust IPO or through conversion to a trust. The excess of the fair value of the business over the carrying value of the assets has led to significant amounts of goodwill being recorded in the financial statements of many income trusts.

In some cases, income trusts determined that no impairment testing was necessary even though there were a number of factors that suggest the trust had a potential impairment. Specifically, events such as the deterioration in the underlying entity's business climate or the loss of significant customers, suggested that impairment testing was necessary.

As stated in OSC Staff Notice 51-706 *Corporate Finance Report (2005)*⁵, income trusts should use multiple valuation methods to assess the fair value of reporting units whenever goodwill impairment testing is performed, especially when an approach based on quoted market prices does not appear to generate results consistent with indications from external factors.

⁴ Section 3.1 of *Regulation 52-107 respecting Acceptable Accounting Principles, Auditing Standards and Reporting Currency* requires issuers to prepare their financial statements in accordance with Canadian GAAP, which is defined in NI 14-101 *Definitions* as generally accepted accounting principles determined with reference to the Handbook.

⁵ Part 2, Item A of OSC Staff Notice 51-706. Not all jurisdictions have issued a similar staff notice, however most income trust issuers are reporting issuers in multiple jurisdictions, including Ontario.

D. Executive Compensation

Form 51-102F6 *Statement of Executive Compensation* (Form 51-102F6) sets out the disclosure a reporting issuer must make about the compensation paid to its executive officers. Some income trust issuers use an external management company to provide executive management services to the trust and or operating entity. In some instances that we reviewed, due to this external management structure, compensation paid to these executive officers was not fully disclosed in accordance with Form 51-102F6.

The definition of "senior officer" in securities legislation includes any individual who performs functions for an issuer similar to those normally performed by certain named senior positions. The definition of "executive officer" in Regulation 51-102 includes an individual who is performing a policy-making function in respect of an issuer. The definitions of "CEO" and "CFO", for the purposes of Form 51-102F6 include each individual who acted in a similar capacity. As stated in OSC Staff Notice 51-706⁶, we generally consider the officers of the external management company to be persons performing functions in respect of the trust and the operating company similar to those normally performed by senior officers of a company, including policy-making functions. Consequently, any requirements of securities legislation that apply to senior officers or executive officers of a reporting issuer would usually apply to the executive officers of the external management company.

In particular, as stated in OSC SN 51-706, in addition to disclosing any management fee, incentive fee or other amounts payable by the income trust to the external management company, income trusts should include the executive compensation disclosure required by Form 51-102F6 for the executive officers of the external management company. This disclosure should include any compensation payable directly by the income trust to the executive officers, as well as any compensation payable by the external management company to its executive officers that can be attributed to the management fee or other payments from the income trust (e.g. any salary, bonus, dividends, distributions or other payments).

E. Timely disclosure

We identified some events at the operating entity level that appeared to meet the definition of a "material change"⁷ for the trust issuers but for which the trusts did not file material change reports. For example, in three instances, a trust's operating entity breached financial covenants under its credit facilities. As a result, in each instance, the trust issuer either suspended or significantly reduced distributions to its unitholders. Although, the filing of the press release announcing the change in distributions had a significant effect on

⁶ Part 2, Item H of OSC Staff Notice 51-706. Not all jurisdictions have issued a similar staff notice, however most income trust issuers are reporting issuers in multiple jurisdictions, including Ontario.

⁷ Subsection 1.1 of Regulation 51-102.

the market price of the trust's units, the issuers argued that these events do not meet the definition of a material change.

For an income trust, a "material change", as it is defined in Regulation 51-102, includes an event at the operating entity level that results in a change in the business, operations, or capital of the trust that would reasonably be expected to have a significant effect on the trust's unit price. To comply with the material change disclosure requirements in Regulation 51-102, a trust must therefore assess events that occur at the operating entity level as they affect the trust, particularly if the events impact distributions to unitholders.

F. Material Contracts⁸

We identified three income trust issuers that obtained waivers for financial covenants and made amendments to their credit facilities, but did not file the amended credit agreements on SEDAR. In one instance, the trust issuer did not file the original credit facility agreement and subsequently did not file amendments to that agreement. Since most credit facility arrangements entered into by income trust issuers include restrictive financial covenants over the amount of cash the trust may distribute, the material terms of these arrangements should always be available to investors.

Section 12.2 of Regulation 51-102 requires an issuer to file all material contracts on SEDAR, except contracts that are made in the ordinary course of business. NP 41-201 advises income trust issuers to consider any contract that has a direct correlation with the anticipated cash distributions of the trust to be a material contract that the trust must file with its prospectus. While NP 41-201 does not specifically state this, income trusts should file any changes to these contracts on SEDAR as well as filing any new contracts of this type.

Conclusion

Our findings suggest that, to meet the requirements of Regulation 51-102, many income trust issuers need to improve the nature and extent of their disclosure, particularly as it relates to distributable cash disclosures in MD&A. MD&A provided by income trust issuers is critical disclosure for unitholders. It assists them to understand a trust's financial statements and, most importantly, to assess the value of their investments which, for income trusts, depends on the sustainability of distributions.

Questions and comments may be referred to:

Sonny Randhawa, Senior Accountant, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
Phone: (416) 593-2380
Fax: (416) 593-3683

⁸ Part 2, item C, section 2.8 of NP 41-201.

E-mail: srandhawa@osc.gov.on.ca

Kyler Wells, Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
Phone: (416) 593-8229
Fax: (416) 593-3683
E-mail: kwells@osc.gov.on.ca

Manny Albrino, Senior Securities Analyst, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Phone: (604) 899-6641
Fax: (604) 899-6581
E-mail: malbrino@bcsc.bc.ca

Michael Moretto, Manager, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Phone: (604) 899-6767
Fax: (604) 899-6581
E-mail: mmoretto@bcsc.bc.ca

Lara Gaede, Associate Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Phone: (403) 297-4223
Fax: (403) 297-2082
E-mail: lara.gaede@seccom.ab.ca

Jennifer Wong, Securities Analyst
Alberta Securities Commission
Phone: (403) 297-3617
Fax: (403) 297-2082
E-mail: jennifer.wong@seccom.ab.ca

Wayne Bridgeman, Senior Analyst
Manitoba Securities Commission
Phone: (204) 945-4905
Fax: (204) 945-0330
E-mail: wbridgeman@gov.mb.ca

Hugues Gravel, Analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Phone : (514) 395-0558 ext. 4329
Fax: (514) 873-6155
E-mail: hugues.gravel@lautorite.qc.ca

Nicole Parent, Analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Phone : (514) 395-0558 ext. 4455
Fax: (514) 873-6155
E-mail: nicole.parent@lautorite.qc.ca

Frank Mader, Staff Accountant
Nova Scotia Securities Commission
Phone: (902) 424-5343
Fax: (902) 424-4625
E-mail: maderfa@gov.ns.ca

August 4, 2006

CSA STAFF NOTICE 52-306 (REVISED) NON-GAAP FINANCIAL MEASURES

Revision and re-publication

This notice is revised and re-published to clarify our expectations about the presentation of distributable cash. We have not altered other sections of the original CSA Staff Notice 52-306 published in November 2003. When CSA Staff Notice 52-306 was originally published, we considered the possibility that in some cases issuers may view distributable cash as an operating performance measure and therefore reconcile it to net income. However, since that time, staff has concluded that distributable cash is, in all circumstances, a cash flow measure, and that distributable cash is fairly presented only when reconciled to cash flows from operating activities as presented in the issuer's financial statements. As a result, this notice communicates staff's expectations for reconciliation to cash flow from operations. We also refer issuers to other staff notices that discuss expectations for distributable cash disclosure.

Purpose

This notice provides guidance to issuers who disclose financial measures other than those prescribed by Generally Accepted Accounting Principles ("GAAP"). This notice supersedes Staff Notice 52-303, which is withdrawn, dealing with non-GAAP earnings measures. Staff noted certain non-GAAP financial measures were being presented without the disclosures and reconciliations recommended for non-GAAP earnings measures. As a result, staff has decided to explicitly broaden the scope of this notice to all non-GAAP financial measures.

Definition

For the purpose of this staff notice, a non-GAAP financial measure is a numerical measure of an issuer's historical or future financial performance, financial position or cash flow, that is not required by GAAP, that (i) either excludes amounts that are included in the most directly comparable measure calculated and presented in accordance with GAAP; or (ii) includes amounts that are excluded from the most directly comparable measure calculated and presented in accordance with GAAP.

Problems Identified

Many issuers publish non-GAAP financial measures. Such measures are commonly included in press releases, Management's Discussion and Analysis ("MD&A"), prospectus filings and occasionally financial statements. Many non-GAAP financial measures are derived from net income determined in accordance with GAAP and, by omission of selected items, present a more positive picture of financial performance. Terms by which non-GAAP financial measures are identified include "pro forma earnings", "operating earnings", "cash earnings", "free cash flow", "distributable cash", "EBITDA", "adjusted

earnings", and "earnings before one-time charges". These terms lack standard, agreed upon meanings and each may be used differently by different companies and even by the same company from period to period. In addition, calculations such as return on assets which use an asset base or net income that differs from amounts in the GAAP financial statements are non-GAAP financial measures.

Staff has noticed improvements in issuers' disclosures of non-GAAP financial measures but there is room for further improvement. In particular, issuers commonly present a non-GAAP financial measure without any explanation of the reasons for presenting the measure or a discussion of how management uses the measure.

Staff is concerned that investors may be confused or even misled by non-GAAP financial measures. To minimize the potential for confusion, such measures need to be accompanied by clear disclosure that the measures do not have a standardized meaning, an explanation of their composition and a reconciliation to the most directly comparable measure in the issuer's GAAP financial statements.

Staff has observed instances of issuers reporting non-GAAP financial measures that appear to be defined differently from quarter to quarter or from year to year. For example, "one-time losses" may be excluded in one quarter but "one-time gains" may be included in a subsequent quarter.

When an issuer considers certain items to be "non-recurring" or "one-time charges", and removes them from GAAP net income or loss in calculating alternative measures of earnings, the issuer rarely discusses the nature of these charges and why they are not expected to recur in the future. Further, staff has observed items identified by issuers as non-recurring, infrequent or unusual, where a similar charge or gain occurred within the prior two years or when it would be reasonably likely to recur within the next two years.

Staff is also concerned that some issuers give greater prominence to one or more non-GAAP financial measures related to earnings than to net income determined in accordance with GAAP. Non-GAAP financial measures are sometimes the primary focus of earnings releases. Such releases commonly include comparisons of non-GAAP earnings measures to the previous quarter and to previously published estimates of earnings, both in aggregate and on a per share basis, together with absolute and percentage changes. Net income determined in accordance with GAAP is often presented as secondary to the non-GAAP measure and commonly lacks a similar level of analysis.

Staff's Expectations

Financial statements prepared in accordance with GAAP provide investors with a clearly defined basis for financial analysis and comparison among issuers. Staff recognizes that non-GAAP financial measures may be a useful means of providing investors with additional information to assist them in understanding critical components of an issuer's

financial results. It is important, however, that such measures not be presented in a way that confuses or obscures the GAAP measures. Staff reminds issuers of their obligation to discuss in MD&A management's perspective on the results of operations. Issuers should consider whether the separate presentation of non-GAAP financial measures provides added benefit to readers. Staff suggests that a comprehensive discussion in the MD&A of operations and the impact of specific events on operations may be preferable to presenting non-GAAP financial measures.

Staff reminds issuers of their responsibility to ensure that information they provide to the public is not misleading. Selective editing of financial information may be misleading if it results in the omission of material information. Staff cautions issuers that regulatory action may be taken if issuers disclose information in a manner considered misleading and therefore potentially harmful to the public interest.

Staff expects issuers to define clearly any non-GAAP financial measure and to 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, issuers should:

1. state explicitly that the non-GAAP financial measure does not have any standardized meaning prescribed by GAAP and is therefore unlikely to be comparable to similar measures presented by other issuers;
2. present with equal or greater prominence than the non-GAAP financial measure the most directly comparable measure calculated in accordance with GAAP;
3. explain why the non-GAAP financial measure provides useful information to investors and how management uses the non-GAAP financial measure;
4. provide a clear quantitative reconciliation from the non-GAAP financial measure to the most directly comparable measure calculated in accordance with GAAP, referencing to the reconciliation when the non-GAAP financial measure first appears in the disclosure document;
5. explain any changes in the composition of the non-GAAP financial measure when compared to previously disclosed measures.

In staff's view, it is not appropriate to present non-GAAP financial measures in the GAAP financial statements.

In staff's view, non-GAAP financial measures should not reflect adjustments for items identified as non-recurring, infrequent or unusual, when a similar charge or gain is reasonably likely to occur within the next two years or occurred during the prior two years.

Other Specific Matters

Distributable Cash

Certain issuers such as income trusts may disclose information about distributable cash. While cash distributions (i.e. actual distributions) are required to be disclosed in the financial statements under GAAP, distributable cash is a non-GAAP financial measure. If an issuer presents information about distributable cash, then the staff expectations set out in this notice and CSA Staff Notice 41-304 *Income trusts: prospectus disclosure of distributable cash* apply. We expect distributable cash disclosure to include a reconciliation to the most directly comparable measure calculated in accordance with GAAP. In staff's view, the most directly comparable measure calculated in accordance with GAAP is cash flows from operating activities as presented in the issuer's financial statements. For clarity, cash flows from operating activities includes changes during the period in non-cash working capital balances.

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, staff would expect the disclosure of distributable cash to 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, staff would expect the disclosure of distributable cash to include an explanation of why distributable cash was not fully distributed.

Segment Disclosures

Staff is aware that some confusion exists regarding whether certain information presented in conformity with the Canadian Institute of Chartered Accountants Handbook Section 1701, Segment Disclosures, is a non-GAAP financial measure. Since issuers are required to disclose in the financial statements specified segment information as reported to the chief operating decision maker, such information is not considered to be a non-GAAP financial measure for the purpose of this notice. If the segment information discussed in MD&A or elsewhere has been adjusted in any way from the segment disclosures in the financial statements the adjusted segment information is considered to be a non-GAAP financial measure and the staff expectations set out in this notice are applicable. Whenever segment information is discussed outside the financial statements, it is appropriate to refer readers to the financial statement note on segment information. Issuers should also explain why the segment information provides useful information to investors and how management uses the segment information.

Forward-Looking Information

The staff expectations set out in this notice apply equally to disclosure of forward-looking non-GAAP financial measures.

Questions

Please refer your questions to any of the following individuals:

Sylvie Anctil-Bavas, Chef comptable - Marchés de valeurs
Autorité des marchés financiers
Phone: (514) 395-0558 ext. 4373
Fax: (514) 873-6155
E-mail: sylvie.anctil-bavas@lautorite.qc.ca

Nicole Parent, Analyste, Direction des marchés des capitaux
Autorité des marchés financiers
Phone : (514) 395-0558 ext. 4455
Fax: (514) 873-6155
E-mail: nicole.parent@lautorite.qc.ca

John Hughes, Manager, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
Phone: (416) 593-3695
Fax: (416) 593-3683
E-mail: jhughes@osc.gov.on.ca

Sonny Randhawa, Senior Accountant, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
Phone: (416) 593-2380
Fax: (416) 593-3683
E-mail: srandhawa@osc.gov.on.ca

Wayne Bridgeman, Senior Analyst
Manitoba Securities Commission
Phone: (204) 945-4905
Fax: (204) 945-0330
E-mail: wbridgeman@gov.mb.ca

Lara Gaede, Associate Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Phone: (403) 297-4223
Fax: (403) 297-2082
E-mail: lara.gaede@seccom.ab.ca

Fred Snell, Chief Accountant
Alberta Securities Commission
Phone: (403) 297-6553
Fax: (403) 297-2082
E-mail: fred.snell@seccom.ab.ca

Jennifer Wong, Securities Analyst
Alberta Securities Commission
Phone: (403) 297-3617
Fax: (403) 297-2082
E-mail: jennifer.wong@seccom.ab.ca

Carla-Marie Hait, Chief Accountant
British Columbia Securities Commission
Phone: (604) 899-6726
Fax: (604) 899-6581
E-mail: chait@bcsc.bc.ca

Mike Moretto, Manager, Corporate Disclosure
British Columbia Securities Commission
Phone: (604) 899-6767
Fax: (604) 899-6581
E-mail: mmoretto@bcsc.bc.ca

August 4, 2006

Erratum

A.M., 2005-20

Arrêté numéro V-1.1-2005-20 du ministre des Finances en date du 12 août 2005

Gazette officielle du Québec, Partie 2, 31 août 2005,
137^e année, n^o 35, page 4907.

À la page 4935, Règlement 45-106 sur les dispenses
de prospectus et d'inscription, article 6.2., paragraphe 1),
sixième ligne, on aurait dû lire « émis par lui, » au lieu de
« émis par lui ».

46569