

## AVIS DE CONSULTATION

### **PROJET D'INSTRUCTION GÉNÉRALE 41-201 RELATIVE AUX FIDUCIES DE REVENU ET AUTRES PLACEMENTS INDIRECTS**

Le 24 octobre 2003

Le présent avis accompagne le projet d'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects* (l'« instruction »), que nous publions en vue d'une consultation de 60 jours. Nous invitons les intéressés à présenter des commentaires généraux et à répondre aux questions ci-après.

#### **Introduction**

L'instruction est un projet de tous les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous »). Elle devrait être appliquée à titre d'instruction générale dans tous les territoires du Canada.

L'objet de l'instruction est de donner aux participants au marché des directives et des éclaircissements à propos des fiducies de revenu et des autres structures de placement indirect. Nous voulons nous assurer que tous les investisseurs qui achètent des parts de fiducies de revenu disposent de suffisamment d'information pour prendre une décision éclairée concernant leur placement.

Nous souhaitons également donner notre avis sur l'application de la réglementation en vigueur aux émetteurs non constitués en personne morale (comme les fiducies de revenu) et aux placements indirects, de façon à réduire au minimum les interprétations incompatibles, tout en préservant l'esprit des dispositions.

#### **Contexte**

Au cours des dix-huit derniers mois, nous avons constaté une augmentation non négligeable du nombre de placements de fiducies de revenu sur notre marché. Nous avons également vu plusieurs émetteurs constitués en personne morale se convertir en fiducies de revenu. C'est pourquoi nous donnons ici notre avis sur les questions que soulèvent les fiducies de revenu et les autres placements indirects.

#### **Résumé et analyse de l'instruction**

L'instruction se divise en cinq parties.

#### **Partie 1 – Introduction**

La partie 1 indique l'objet de l'instruction. Elle explique que, au sens de l'instruction, une fiducie de revenu est une fiducie ou une autre entité (constituée en personne morale ou non) qui émet des titres donnant aux porteurs le droit de toucher la presque totalité des 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 revenus 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 » du projet de *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

La partie 1 traite aussi des fiducies de revenu de manière générale, ainsi que des principales différences entre les placements directs et les placements indirects.

## Questions

- Selon vous, le champ d'application de l'instruction est-il approprié?
- Selon vous, les explications sur les placements indirects sont-elles claires? Êtes-vous d'accord avec les distinctions faites entre les placements directs et les placements indirects?
- Sous sa forme actuelle, l'instruction s'adresse à tous les participants au marché, et notamment aux émetteurs, à leurs conseillers et aux investisseurs. Selon vous, est-elle facile à suivre? Serait-elle plus facile à suivre si elle était divisée en plusieurs parties? Jugez-vous qu'il serait utile, entre autres choses, de séparer la partie descriptive des instructions de fond?

## Partie 2 – Information à fournir dans le prospectus – Caractéristiques des fiducies de revenu

La partie 2 donne des directives pour fournir dans le prospectus de l'information claire et simple sur les caractéristiques des fiducies de revenu. Nous voulons faire en sorte que les investisseurs disposent de suffisamment d'information pour prendre une décision éclairée concernant leur placement.

### Question

- Nous nous demandons s'il conviendrait de donner des directives en ce qui concerne les facteurs de risque que les émetteurs attribuent à la société en exploitation. Selon vous, de telles directives seraient-elles appropriées?

La partie 2 se divise en six sections :

#### A. Encaisse distribuable

L'encaisse distribuable est le principal argument de vente des parts de fiducies de revenu. Cette section contient des directives à propos de l'information sur l'encaisse distribuable à fournir dans le prospectus. L'information recommandée doit i) clarifier le sens d'« encaisse distribuable », ii) indiquer si l'encaisse distribuable d'une fiducie de revenu garantit aux investisseurs un taux de rendement constant et iii) indiquer l'influence des politiques de distribution de la fiducie de revenu et de la société en exploitation sur l'encaisse distribuable.

### Question

- Nous recommandons que les émetteurs donnent sur la page frontispice du prospectus une ventilation de leur encaisse distribuable prévue qui indique le « rendement du capital investi » et le « remboursement de capital » estimatifs. Nous estimons que ces chiffres donneraient aux investisseurs de l'information importante sur leur placement. Êtes-vous d'accord avec cette recommandation?

#### B. Encaisse distribuable – Mesures non conformes aux PCGR

Nous voulons nous assurer que les investisseurs comprennent bien que l'encaisse distribuable n'est pas une mesure fondée sur les principes comptables généralement reconnus (PCGR). Nous rappelons donc aux émetteurs de consulter les lignes directrices données dans l'Avis 52-303 du personnel des ACVM, *Mesures de calcul des résultats non conformes aux PCGR*.

À noter que l'article 2.5 de l'instruction décrit l'information souvent présentée dans les prospectus de fiducies de revenu. Nombre d'émetteurs fondent l'estimation de leur encaisse distribuable sur des mesures du bénéfice comme le « BAIIA » et le « BAIIA ajusté ». À noter également que l'Avis 52-303 du personnel des ACVM, *Mesures de calcul des résultats non conformes aux PCGR* sera bientôt remplacé

par l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, *Mesures financières non conformes aux PCGR*. Cet avis recommande expressément que tout rapprochement de l'information sur l'encaisse distribuable commence par la mesure la plus directement comparable établie conformément aux PCGR plutôt que par une mesure non conforme aux PCGR. Nous estimons que cette démarche complète adéquatement l'article 2.5, dont l'objectif est de garantir que les hypothèses faites pour estimer l'encaisse distribuable sont clairement expliquées.

### **C. Emprunts à court terme**

Les emprunts à échéance de cinq ans ou moins que la société en exploitation a contractés auprès d'autres personnes que la fiducie de revenu sont pour nous une source de préoccupation. Nous appelons ces emprunts des emprunts à court terme (dans un sens différent de ce que l'on appelle « emprunts à court terme » en comptabilité).

Nous nous interrogeons particulièrement sur l'incidence que les emprunts à court terme pourraient avoir sur l'encaisse distribuable, car ces emprunts ont généralement priorité sur les obligations de la société en exploitation envers la fiducie de revenu et, par conséquent, priorité sur le droit des porteurs de parts de toucher l'encaisse distribuable. La fiducie de revenu peut réduire ou suspendre les distributions dans des circonstances directement liées aux emprunts à court terme. Par exemple, une réduction des distributions peut résulter de la hausse des frais d'intérêt sur les titres obligataires à taux d'intérêt variable, du non-respect d'engagements financiers, d'un refinancement à des conditions moins avantageuses, voire de l'impossibilité de refinancer.

Nous recommandons aux émetteurs de présenter dans leur prospectus de l'information sur les principales modalités des emprunts à court terme de la société en exploitation. Nous expliquons également que nous considérons toute convention de crédit conclue par la société en exploitation avec un prêteur autre que la fiducie de revenu comme un contrat important si ses modalités ont une incidence directe sur les distributions d'encaisse prévues.

Nous nous attendons à ce que les fiducies de revenu indiquent dans leur prospectus un facteur de risque distinct pour les emprunts à court terme de la société en exploitation, et à ce qu'elles déposent un exemplaire de la convention dans SEDAR à titre de contrat important dès la signature.

### **D. Notes de stabilité**

Dans cette section, nous décrivons les notes de stabilité et expliquons pourquoi, selon nous, elles offrent de l'information utile aux investisseurs. Nous craignons que l'utilisation, dans le prospectus, de mesures non conformes aux PCGR ne complique la comparaison des fiducies de revenu, voire qu'elle ne la rende impossible.

#### **Questions**

- Les notes de stabilité jouent-elle un rôle important dans les décisions des investisseurs?
- Nous craignons que les investisseurs aient des difficultés à comparer les fiducies de revenu. Les notes de stabilité sont-elles un bon moyen de faire des comparaisons? Existe-t-il une meilleure méthode?

### **E. Détermination du prix de souscription des parts**

Nous décrivons l'information que nous voudrions voir figurer dans le prospectus à propos de la détermination du prix des parts de la fiducie de revenu. Nous reconnaissons que, dans la plupart des cas, le prix est déterminé par négociation entre les porteurs de titres de la société en exploitation et le ou les placeurs de l'émetteur. Si toutefois l'émetteur a obtenu une évaluation réalisée par un tiers, nous nous attendons à ce qu'il la décrive dans le prospectus et en dépose le texte dans SEDAR.

## **F. Rémunération de la direction**

Nous estimons que l'information sur la rémunération de la direction de la société en exploitation est importante pour les investisseurs. Nous comprenons que, dans bien des cas, l'information sur la rémunération des dirigeants de la société en exploitation n'est pas fournie dans le prospectus parce que la société ne devient filiale de la fiducie de revenu qu'après le visa de la version définitive. Dans d'autres cas, l'information n'est pas fournie parce que la fiducie de revenu ne contrôle pas la société en exploitation. Toutefois, étant donné que, selon nous, l'information sur la rémunération de la direction est importante dans les deux cas, nous nous attendons à ce qu'elle figure dans le prospectus.

Nous décrivons l'information et les documents que nous jugeons importants et qui devraient être décrits et déposés.

### **Partie 3 – Information continue**

#### **Information continue concernant la société en exploitation**

Nous estimons que la performance et les perspectives d'avenir d'une fiducie de revenu dépendent surtout de la performance et des activités de la société en exploitation. Nous souhaitons nous assurer que les porteurs de parts disposent constamment d'informations complètes sur la société en exploitation. Nous décrivons les engagements qui répondraient à nos attentes. Nous recommandons également que de l'information concernant ces engagements soit donnée dans le prospectus.

Nous avons également envisagé de recommander que la société en exploitation devienne émetteur assujéti (en étant considérée comme telle par les autorités ou d'une autre façon). Nous avons toutefois décidé que cette solution comportait plus d'inconvénients que d'avantages, et qu'elle ne permettrait pas de répondre à toutes nos préoccupations.

#### **Question**

- Nous envisageons de demander aux émetteurs qui indiquent l'encaisse distribuable prévue de donner annuellement une comparaison à jour de l'encaisse distribuée et distribuable avec l'encaisse distribuable prévue. Nous envisageons également de leur recommander de ventiler, dans cette mise à jour annuelle, l'encaisse distribuée et distribuable en fonction du « rendement du capital investi » et des « remboursements de capital », pour permettre aux investisseurs d'analyser les attributs fiscaux de leur rendement. Que pensez-vous de ces recommandations?

#### **Information financière comparative**

Nous donnons des directives à propos de l'information financière comparative que les fiducies de revenu devraient fournir lorsque le transfert de l'entreprise de la société en exploitation à la fiducie de revenu est comptabilisé à la valeur comptable.

#### **Constataion des actifs incorporels**

Dans cette section, nous rappelons aux fiducies de revenu émetteurs que, selon les PCGR, tous les actifs incorporels acquis à l'occasion d'une acquisition comptabilisée selon la méthode de l'achat pur et simple doivent être dûment constatés. Nous les encourageons également à décrire dans leur prospectus la méthode utilisée pour évaluer les actifs incorporels, de façon à ce que les investisseurs soient en mesure d'apprécier l'objectivité de l'évaluation.

#### **Déclarations d'inités**

Nous décrivons l'engagement que la fiducie de revenu émetteur devrait déposer auprès des autorités en valeurs mobilières pertinentes en ce qui concerne les obligations de déclaration d'inité. Nous exprimons

également la crainte que d'autres personnes en possession d'information importante et inconnue du public sur la fiducie de revenu i) ne répondent pas à la définition d'« initié » ou ii) ne soient pas visées par l'engagement. Nous indiquons que, dans ces cas, nous pourrions demander des engagements supplémentaires. Par exemple, si la fiducie de revenu ne contrôle pas la société en exploitation (parce qu'elle possède moins de 50 p. 100 des actions avec droit de vote), nous nous attendons à ce que les initiés à l'égard de la société en exploitation déclarent toutes les opérations sur les parts de la fiducie de revenu, comme s'ils étaient initiés à l'égard de celle-ci.

En ce qui concerne le formulaire 55-102F6, *Déclaration d'initié*, et notamment la description de la ou des relations de l'initié avec l'émetteur assujetti à la case 2 « Information sur l'initié », nous nous attendons à ce que les initiés et les émetteurs choisissent avec discernement le code correspondant à la ou aux relations. À noter qu'il est possible de donner des précisions à la section « Commentaires » pour clarifier la nature de la ou des relations.

#### **Partie 4 – Responsabilité**

Nous décrivons la réglementation en vigueur en matière de responsabilité à l'égard du prospectus et son application aux placements indirects. Nous indiquons l'information sur la responsabilité des vendeurs qu'il faudrait fournir dans le cadre des placements indirects parce qu'elle serait utile aux investisseurs. Nous exprimons nos craintes en ce qui concerne la nature et la portée des déclarations fournies et des indemnités offertes par les vendeurs dans le contrat de vente. Nous ne parlons pas expressément de la responsabilité que les porteurs de parts peuvent avoir pour les activités de la fiducie de revenu parce que certains territoires représentés au sein des ACVM rédigent ou adoptent actuellement des dispositions législatives portant précisément sur cette question.

Enfin, nous abordons le concept de « promoteur » et son application aux placements indirects. Nous indiquons l'information qu'il faudrait présenter à propos des conséquences du fait que la société en exploitation est considérée comme un promoteur.

#### **Partie 5 – Documents promotionnels**

Nous exprimons nos craintes à propos des documents promotionnels, notamment en ce qui a trait à l'utilisation du terme « rendement ». Nous nous attendons à ce que les fiducies de revenu émetteurs déposent un exemplaire de tous leurs cahiers verts auprès des autorités en valeurs mobilières lorsqu'elles déposent leur prospectus provisoire. Nous décrivons certains éléments d'information que les cahiers verts devraient contenir.

#### **Utilisation d'études non publiées, etc.**

Nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun rapport, décision ou autre document important non publié pour élaborer l'instruction.

#### **Commentaires**

**Veillez envoyer vos commentaires aux autorités en valeurs mobilières ci-dessous avant le 23 décembre 2003. En raison de contraintes de temps, nous ne tiendrons pas compte des commentaires reçus après cette date.**

Adressez vos commentaires aux autorités en valeurs mobilières suivantes :

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Alberta Securities Commission  
British Columbia Securities Commission  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Saskatchewan Financial Services Commission  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Il est inutile d'envoyer vos commentaires séparément à toutes les autorités membres de ACVM. Veuillez les envoyer aux personnes ci-dessous. Le personnel des ACVM se chargera de les faire suivre aux autres autorités.

Ilana Singer  
Legal Counsel, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20, Queen Street West  
Suite 1900, Box 55  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Télécopieur : (416) 593-3683  
Courriel : [isinger@osc.gov.on.ca](mailto:isinger@osc.gov.on.ca)

Denise Brosseau, secrétaire  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
800, Square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
Tour de la Bourse, C.P. 246  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : (514) 864-6381  
Courriel : [consultation-en-cours@cvmq.com](mailto:consultation-en-cours@cvmq.com)

Si vous n'envoyez pas vos commentaires par courriel, prière de les envoyer sur disquette (de préférence en format Word pour Windows).

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période consultation.

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Céline Morin  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4345  
Courriel : [celine.morin@cvmq.com](mailto:celine.morin@cvmq.com)

Rosetta Gagliardi  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4554  
Courriel : [rosetta.gagliardi@cvmq.com](mailto:rosetta.gagliardi@cvmq.com)

Sharon Kelly  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4574  
Courriel : [sharon.kelly@cvmq.com](mailto:sharon.kelly@cvmq.com)

Ilana Singer  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Téléphone : (416) 593-2388  
Courriel : [isinger@osc.gov.on.ca](mailto:isinger@osc.gov.on.ca)

Iva Vranic  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Téléphone : (416) 593-8115  
Courriel : [ivranic@osc.gov.on.ca](mailto:ivranic@osc.gov.on.ca)