



SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIÈRES
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

(Agence nationale d'encadrement du secteur financier)

2004-12-03 Vol. I n° 44

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

AVIS DE PUBLICATION

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

Le 3 décembre 2004

Avis

L'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (aussi connue sous le nom « Autorité des marchés financiers ») (l'« Autorité »), de concert avec les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous »), a adopté, en vertu de l'article 274 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la « Loi »), l'*Instruction générale 41-201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects* (l'« instruction générale »).

L'instruction générale a été approuvée par l'Autorité le 1^{er} décembre 2004.

Contexte

Le 24 octobre 2003, les ACVM ont publié un projet d'instruction générale aux fins de consultation (le « projet d'instruction générale »). Pendant la période de consultation, qui a pris fin le 23 décembre 2003, nous avons reçu 21 lettres d'observations. Nous avons également reçu trois lettres après la clôture de la consultation.

Objet de l'instruction générale

L'instruction générale donne aux participants au marché des lignes directrices et des éclaircissements au sujet des fiducies de revenu et des autres structures de placement indirect. Les ACVM veulent s'assurer que les investisseurs qui souhaitent faire un placement dans une fiducie de revenu disposent de suffisamment d'information pour prendre une décision éclairée. Nous estimons qu'il y a avantage à ce que nous donnions notre avis sur l'application de la réglementation actuelle aux émetteurs non constitués en personne morale (comme les fiducies de revenu) et aux placements indirects, de façon à réduire au minimum les interprétations divergentes, tout en préservant l'esprit des dispositions.

Nous notons que les modifications législatives apportées en Alberta aux notions d'initié et de contrôle, ainsi qu'à la responsabilité du porteur, clarifient la réglementation applicable aux fiducies de revenu dans cette province. Une législation analogue est à l'étude en Ontario et en Colombie-Britannique.

Résumé des modifications apportées au projet d'instruction générale

Après étude des commentaires reçus, nous avons apporté plusieurs modifications au projet d'instruction générale. Comme les modifications ne sont pas importantes, nous ne publions pas l'instruction générale de nouveau aux fins de consultation. Les ACVM projettent de réexaminer l'instruction générale d'ici deux ans environ.

La présente section décrit les modifications apportées au projet d'instruction générale. Nous avons étudié les commentaires de tous les intervenants, que nous remercions de leur participation. Une liste des intervenants et un résumé de leurs commentaires, accompagnés de nos réponses, figurent aux Annexes A et B.

Introduction

Nous avons révisé l'article 1.1 de l'instruction générale pour expliquer pourquoi nous avons rédigé une instruction générale au lieu d'un règlement.

Définition de « fiducie de revenu »

Nous avons supprimé les mots « la presque totalité » de l'article 1.2 pour tenir compte des situations dans lesquelles les porteurs ont le droit de toucher moins de la presque totalité des flux de trésorerie découlant de la société en exploitation.

Nous avons précisé que l'instruction générale ne s'applique pas aux émetteurs de titres adossés à des créances ou de parts de fiducies de capital.

Description des placements directs et indirects

Nous avons apporté plusieurs modifications d'ordre rédactionnel pour clarifier la distinction entre les placements directs et les placements indirects.

Facteurs de risque

Nous avons ajouté une section sur les facteurs de risque, dans laquelle nous rappelons aux émetteurs d'indiquer les facteurs de risques pertinents dans le prospectus.

Nous avons ajouté une recommandation sur le facteur de risque que représente la possibilité que la législation sur la restructuration et l'insolvabilité ne s'applique pas aux fiducies.

Encaisse distribuable

Nous avons remplacé « non imposable » par « à imposition différée ».

Nous avons décidé que la ventilation précise du rendement du capital investi et des remboursements de capital convient mieux aux documents d'information continue, comme le rapport de gestion. Nous recommandons de donner cette ventilation dans le document de placement si une prévision a été établie. Si aucune prévision n'a été établie, nous recommandons d'expliquer aux investisseurs sur la page frontispice que la distribution comportera une part de rendement du capital investi et une part de remboursement de capital.

Mesures non conformes aux PCGR

Depuis la publication du projet d'instruction générale le 24 octobre 2003, les ACVM ont publié l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, *Mesures financières non conformes aux PCGR*. Nous avons révisé l'article 2.5 de l'instruction générale en conséquence.

Emprunts importants

Nous avons révisé l'instruction générale pour faire en sorte que tous les emprunts importants soient pris en compte, quelle qu'en soit l'échéance. Nous avons aussi précisé que seules les conventions de crédit importantes sont à déposer.

Nous avons révisé l'instruction générale pour tenir compte des emprunts contractés par une entité autre que la société en exploitation.

Notes de stabilité

Nous avons supprimé la recommandation faite aux émetteurs d'indiquer l'absence de note de stabilité et les motifs pour lesquels ils n'en ont pas obtenu.

Détermination du prix de souscription des parts

Nous avons clarifié l'instruction générale pour expliquer que les recommandations relatives à l'évaluation s'appliquent dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne plutôt qu'aux placements et acquisitions subséquents.

Information continue

En raison de récentes modifications de la Rule 61-501 de la CVMO, nous avons supprimé les références à ce texte.

Rapport de gestion

Nous avons ajouté à l'instruction générale un article sur le rapport de gestion, qui contient nos recommandations concernant la présentation d'information sur les risques, les incertitudes et l'encaisse distribuée dans le rapport de gestion.

Information financière comparative

L'article 3.2 de l'instruction générale a été révisé pour tenir compte de la publication, le 19 mars 2004, par le Comité sur les problèmes nouveaux de l'Institut Canadien des Comptables Agréés, du CPN 145 – *Mode de comptabilisation des actifs acquis lors de la création d'une fiducie de revenu*, qui s'applique aux opérations amorcées à compter du 1^{er} janvier 2004.

Responsabilité à l'égard du prospectus

Nous avons précisé que nous ne modifions pas la définition de « promoteur » prévue par la loi au moyen de l'instruction générale. Nous avons également approfondi certaines préoccupations relatives à l'utilisation de déclarations et de garanties contractuelles lorsque des vendeurs actifs qui seraient assimilables à des porteurs vendeurs dans un placement direct n'ont pas signé d'attestation dans le prospectus.

Documents promotionnels

Nous n'excluons plus les « remboursements de capital » de la définition de « rendement ».

Gouvernance

Nous avons ajouté une partie intitulée « Gouvernance » pour traiter des questions de gouvernance propres aux fiducies de revenu. Nous avons notamment formulé des lignes directrices relatives aux initiatives de mise en confiance des investisseurs et aux autres préoccupations concernant le droit des sociétés.

Questions

Pour toute question sur l'instruction générale, prière de s'adresser à :

Céline Morin
Autorité des marchés financiers
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4395
Courriel : celine.morin@lautorite.qc.ca

Élyse Turgeon
Autorité des marchés financiers
Téléphone : (514) 940-2199, poste 2538
Courriel : elyse.turgeon@lautorite.qc.ca

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

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

Doug Welsh
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Téléphone : (416) 593-8068
Courriel : dwelsh@osc.gov.on.ca

Marsha Manolescu
Alberta Securities Commission
Téléphone : (403) 297-2091
Courriel : marsha.manolescu@seccom.ab.ca

Agnes Lau
Alberta Securities Commission
Téléphone : (403) 297-8049
Courriel : agnes.lau@seccom.ab.ca

Pamela Egger
British Columbia Securities Commission
Téléphone : (604) 899-6867
Courriel : pegger@bcsc.bc.ca

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

Ian McIntosh
Saskatchewan Financial Services Commission
Téléphone : (306) 787-5867
Courriel : imcintosh@sfsc.gov.sk.ca

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

Frank Mader
Nova Scotia Securities Commission
Téléphone : (902) 424-5343
Courriel : maderfa@gov.ns.ca

ANNEXE A

Liste des intervenants

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

1. Canadian Association of Income Funds, par lettre du 26 novembre 2003
2. ARC Energy Trust, par lettre du 7 décembre 2003
3. Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite, par lettre du 12 décembre 2003
4. Gouvernement de l'Alberta, ministère du Revenu, par lettre du 16 décembre 2003
5. Canadian Oil Sands, par lettre du 17 décembre 2003
6. CIPPREC, par lettre du 19 décembre 2003
7. Gluskin Sheff + Associates Inc., par lettre du 22 décembre 2003
8. Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., par lettre du 23 décembre 2003
9. McCarthy Tétrault s.r.l., par lettre du 23 décembre 2003
10. Torys LLP, par lettre du 23 décembre 2003
11. Osler, Hoskin & Harcourt LLP, par lettre du 23 décembre 2003
12. Burnet, Duckworth & Palmer LLP, par lettre du 23 décembre 2003
13. Standard & Poor's, par lettre du 23 décembre 2003
14. RBC Marchés de capitaux, par lettre du 23 décembre 2003
15. Goodman & Company, par lettre du 23 décembre 2003
16. Blake, Cassels & Graydon LLP, par lettre du 23 décembre 2003
17. Financial Executives International, par lettre du 23 décembre 2003
18. Groupe TSX, par lettre du 23 décembre 2003
19. Harvest Energy Trust, par lettre du 23 décembre 2003
20. Signature Funds, par lettre du décembre 19, 2003
21. William E. Hewitt, CFA, par lettre du 23 décembre 2003
22. Fraser Milner Casgrain LLP, par lettre du 23 décembre 2003*
23. Ross Smith Energy Group Ltd., par lettre du 19 janvier 2004*
24. British Columbia Investment Management Corporation, par lettre du 14 janvier 2004*

* L'astérisque indique que la lettre a été reçue après l'expiration de la période de consultation de 60 jours.

ANNEXE B

Instruction générale 41- 201 relative aux fiducies de revenu et autres placements indirects (l'« instruction ») Commentaires reçus pendant la période de consultation du 24 octobre au 23 décembre 2003

N°	Objet	Commentaire	Réponse
1.	Appui en faveur du projet (Partie 1 – Généralités)	Les intervenants ont appuyé le projet et le format de l'instruction en majorité.	Les ACVM sont reconnaissantes de l'appui des intervenants.
2.	Format de l'instruction (Partie 1 – Généralités)	Un intervenant propose d'ajouter un résumé des principales directives pour permettre aux participants au marché de connaître rapidement leurs obligations sans avoir à lire le document dans son intégralité. Plusieurs intervenants font remarquer qu'il pourrait être utile pour les investisseurs de séparer la section descriptive des autres sections de l'instruction. Toutefois, la majorité des intervenants encouragent les ACVM à conserver le format actuel de l'instruction, et font remarquer qu'elle est facile à suivre telle quelle.	Nous avons décidé de conserver le format actuel de l'instruction parce que la majorité des intervenants l'approuve.
3.	Champ d'application de l'instruction – acceptable et proposition d'élargissement (Partie 1 – Généralités)	Plusieurs intervenants ont approuvé le champ d'application de l'instruction et quelques-uns ont proposé de l'élargir aux questions de gouvernance. Un intervenant recommande notamment que l'instruction soit élargie pour clarifier l'application aux fiducies des règles sur les comités de vérification et les attestations du chef de la direction et du chef des finances prévues par le projet de <i>Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs</i> (le « Règlement 52-109 ») et le projet de <i>Règlement 52-110 sur le comité de vérification</i> (le « Règlement 52-110 »).	Nous prenons acte de ces manifestations de soutien en faveur du champ d'application de l'instruction. Nous avons ajouté à l'instruction un article traitant expressément des questions de gouvernance. Nous avons notamment ajouté les recommandations suivantes : 1. que les émetteurs indiquent dans le prospectus comment ils entendent se conformer au Règlement 52-109, au Règlement 52-110, au projet d'<i>Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance</i> et au projet de <i>Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance</i>, le cas échéant; 2. que les émetteurs indiquent si les porteurs de parts ont essentiellement les mêmes protections, droits et recours que les

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			actionnaires et, dans le cas contraire, qu'ils expliquent en quoi les protections, droits et recours diffèrent.
4.	Champ d'application de l'instruction – Trop large (Partie 1 – Généralités)	Un intervenant fait remarquer que le champ d'application de l'instruction est trop large car les participants au marché pourraient ne pas savoir comment elle s'applique à une opération donnée. Il recommande de fournir des exemples précis d'« autres structures ».	L'article 1.1 de l'instruction fournit comme exemple précis d'une « autre structure » la restructuration d'une société en fiducie. Comme nous le notons à l'article 1.1 de l'instruction, nous nous attendons à ce que les émetteurs appliquent les principes décrits dans l'instruction à la structure de fiducie de revenu dans d'autres contextes, comme les restructurations.
5.	Champ d'application de l'instruction – Instruction et règlement (Partie 1 – Généralités)	Un certain nombre d'intervenants s'inquiètent que l'instruction ne soit pas un règlement. Un intervenant relève les articles de l'instruction qui contiennent des dispositions « normatives ». Un intervenant propose aux ACVM d'expliquer dans l'instruction pourquoi celle-ci n'est pas un règlement : parce qu'elles estiment que la réglementation actuelle aborde les questions propres aux fiducies de revenu et autres placements indirects. Un intervenant propose d'utiliser une formulation plus normative dans l'instruction (en utilisant par exemple « exiger » au lieu de « s'attendre à » ou « encourager »).	Nous avons révisé l'article 1.1 de l'instruction pour clarifier les raisons pour lesquelles nous avons rédigé une instruction plutôt qu'un règlement. Nous expliquons que la réglementation actuelle s'applique aux fiducies de revenu et aux autres structures de placement indirect, et que l'instruction vise à donner aux émetteurs et à leurs conseillers des directives pour appliquer la réglementation. C'est de propos délibéré que nous formulons des lignes directrices et des recommandations : nous avons rédigé une instruction et non un règlement. L'objet d'une instruction est de fournir des lignes directrices et des recommandations selon la législation en vigueur, alors qu'un règlement prescrit des obligations. Étant donné que nous avons rédigé une instruction plutôt qu'un règlement, et vu la jurisprudence (par ex. <i>Ainsley Financial Corp. v. Ontario (Securities Commission)</i> (1994), 21 O.R. (3d) 104), nous ne jugeons pas opportun de rendre l'instruction plus normative.
6.	Nouvelle publication de l'instruction (Partie 1 – Généralités)	Un intervenant propose que l'instruction soit révisée une fois résolue la « question de la responsabilité illimitée » ou lorsque l'on aura inclus des fiducies de revenu dans l'indice composé S&P/TSX, ou les deux.	Nous estimons que ces directives sont importantes pour les participants au marché en ce moment en raison du grand nombre de structures de placement de type fiducie de revenu dans le marché. Cela ne nous empêchera pas de revoir les questions relatives aux

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			fiducies de revenu. Nous continuerons de surveiller les développements législatifs et mettrons l'instruction à jour au besoin. Nous apprécions les observations des intervenants à cet égard. Nous notons aussi que des textes de lois concernant la responsabilité des porteurs de parts ont été adoptés en Alberta, et que des textes analogues, concernant la responsabilité des porteurs, sont à l'étude en Ontario et en Colombie-Britannique. Au Québec, des dispositions concernant la responsabilité des porteurs de parts ont été adoptées en 1994. Elles font partie du <i>Code civil</i> du Québec.
7.	Champ d'application de l'instruction – Restructurations (Article 1.1)	Un intervenant fait remarquer que l'instruction ne devrait pas s'appliquer à la restructuration d'une fiducie et de ses filiales à moins qu'il n'y ait émission de titres dans le public.	Lors d'une restructuration, on demande aux porteurs de titres de prendre une décision à propos d'une opération qui aura une incidence sur leur participation dans l'émetteur. La circulaire de sollicitation de procurations qui décrit la restructuration doit contenir l'information à fournir dans le prospectus. L'instruction explique quelle information fournir pour remplir cette exigence.
8.	Objet de l'instruction (Article 1.1)	Un intervenant propose que les ACVM expliquent dans l'instruction quand et comment les émetteurs utilisant une structure de placement direct devraient suivre les lignes directrices énoncées.	La législation s'applique tant aux placements directs qu'aux placement indirects, mais l'instruction vise à fournir des directives expresses, selon la législation en vigueur, en ce qui concerne les fiducies de revenu et les autres structures de placement indirect. Au lieu d'ajouter des explications, et pour éviter toute confusion, nous avons supprimé la phrase qui portait sur les structures de placement direct.
9.	Définition de « fiducie de revenu » (Article 1.2)	Un intervenant propose d'indiquer que le droit de toucher la presque totalité des flux de trésorerie découlant de la société en exploitation peut prendre la forme d'un paiement de redevance, d'intérêts ou de dividendes. Plusieurs comités consultatifs nous proposent également de supprimer les mots « la presque totalité » de l'article 1.2 de	Nous avons décidé de conserver la formulation actuelle car nous voulons une définition souple d'« encaisse distribuable » qui tienne compte des différentes formes de flux de trésorerie. Nous avons supprimé les mots « la presque totalité » de l'article 1.2 pour tenir compte des situations dans

N°	Objet	Commentaire	Réponse
		l'instruction.	lesquelles le porteur de parts a le droit de toucher moins que la presque totalité des flux de trésorerie nets découlant de la société en exploitation.
10.	Définition de « société en exploitation » (Article 1.3)	Un intervenant fait remarquer que la définition de « société en exploitation » est suffisamment large pour englober les structures d'accueil qui émettent des titres adossés à des créances, bien qu'ils placent des titres de créance plutôt que des titres de participation. L'intervenant propose de prévoir une dispense pour les émetteurs de titres adossés à des créances ayant une note approuvée, au sens donné à ces termes dans le règlement intitulé Norme canadienne 44-101, <i>Placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié</i> .	Nous avons précisé que l'instruction ne s'applique pas aux émetteurs de titres adossés à des créances ou de parts de fiducies de capital.
11.	Définition de « société en exploitation » (Article 1.3)	Un intervenant propose d'expliquer dans l'instruction que seules les filiales importantes de la société en exploitation sont visées. Il fait notamment remarquer que s'il existe des filiales qui représentent moins de 20 p. 100 des activités consolidées de la fiducie, la communication d'information précise (comme des états financiers séparés) ne devrait pas être exigée à l'égard de ces petites entités si elles constituent un autre segment de l'entreprise.	L'instruction n'exige pas d'information sur les filiales non importantes de la société en exploitation. Nous faisons remarquer que l'alinéa 3.1(i) de l'instruction précise, dans le cadre de l'engagement relatif aux états financiers (lorsque la consolidation est interdite), que tant que la société en exploitation représentera un actif important de la fiducie de revenu, celle-ci devra fournir aux porteurs de parts des états financiers distincts de la société en exploitation (et de l'information sur ses intérêts commerciaux importants).
12.	Description des placements directs et des placements indirects (Article 1.6)	La majorité des intervenants conviennent que la description des placements directs et des placements indirects est claire. Toutefois, certains d'entre eux font valoir que la distinction pourrait être plus claire. Un intervenant fait remarquer qu'il faudrait insister sur le principe de base selon lequel les placements indirects ne sont pas différents des placements directs, quelles que soient les différences de structure juridiques, pour ce qui est des obligations d'information des sociétés ouvertes.	Nous avons reformulé plusieurs points pour clarifier la distinction entre les placements directs et les placements indirects. Nous avons notamment indiqué que, bien que la réglementation en vigueur traite adéquatement les placements directs et les placements indirects, l'objet de l'instruction est de fournir aux participants au marché des lignes directrices et des éclaircissements sur la façon dont nous jugeons qu'il convient d'appliquer la réglementation aux fiducies de revenu et aux autres placements indirects.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
13.	Facteurs de risque (Partie 2 – Généralités)	Plusieurs intervenants font remarquer que les exigences de prospectus actuelles fournissent déjà les lignes directrices nécessaires à propos des facteurs de risque, sauf en ce qui concerne certaines caractéristiques propres aux fiducies de revenu, comme la responsabilité potentiellement illimitée et le fait que les fiducies de revenu peuvent distribuer une part significative de leurs flux de trésorerie. Plusieurs intervenants conviennent qu'il faut donner des directives à propos des facteurs de risque de la société en exploitation. Ils estiment que seules quelques directives sur certains facteurs de risque sont justifiées et qu'elles devraient préciser qu'elles ne sont pas exhaustives. Plusieurs intervenants recommandent de donner plus d'importance à l'information sur les facteurs de risque en encourageant sa présentation au début du prospectus, plutôt qu'à la fin.	Nous convenons qu'il est juste de ne fournir que certaines lignes directrices sur les facteurs de risque. Nous convenons que les facteurs de risque de la société en exploitation, le fait que l'encaisse distribuable n'est pas garantie et le fait que les fiducies de revenu peuvent distribuer une part significative de leur flux de trésorerie sont importants. Nous avons décidé de ne pas encourager les émetteurs à fournir l'information sur les facteurs de risque au début du prospectus parce que nous estimons que le résumé des facteurs de risque figurant dans la section « Résumé » fournit suffisamment d'information au début du prospectus. Nous avons toutefois porté ce commentaire à l'attention du comité des ACVM qui réétudie actuellement les exigences de prospectus parce que nous considérons que cette question ne se limite pas aux fiducies de revenu.
14.	Facteurs de risque – Législation sur l'insolvabilité et la restructuration (Partie 2 - Généralités)	Un intervenant recommande d'inclure un facteur de risque spécifique : la possibilité que la législation sur l'insolvabilité et la restructuration ne s'applique pas à la fiducie.	Nous convenons qu'il y a une incertitude sur la question de savoir si la législation sur l'insolvabilité et la restructuration s'applique aux fiducies. Nous avons ajouté une recommandation à propos de ce facteur de risque potentiel dans le nouvel article « Facteurs de risque ».
15.	Facteurs de risque – Information sur tous les facteurs de risque pertinents (Partie 2 – Généralités)	Un intervenant fait remarquer que plusieurs documents clés sont déposés après la clôture du placement et craint que les émetteurs ne donnent pas d'information sur ces documents dans le prospectus.	Nous convenons que tous les risques pertinents pour le placement doivent être indiqués dans le prospectus, quel que soit le moment du dépôt des documents signés.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
16.	Encaisse distribuable (Articles 2.1 à 2.4)	Un certain nombre d'intervenants proposent que l'on révisé les articles 2.2 et 2.4 de l'instruction pour expliquer que les distributions entrant dans la catégorie des remboursements de capital réduisent le prix de base des parts et devraient être « à imposition différée » plutôt que « non taxables ». Un intervenant fait remarquer que cela est particulièrement pertinent dans le cas des sociétés de placement immobilier parce qu'une part significative des distributions de ces sociétés constituent souvent des remboursements de capital « à imposition différée » (par exemple des remboursements exonérés d'impôts par l'application d'une déduction pour amortissement aux bâtiments et au matériel).	Nous comprenons que nombre d'intervenants préfèrent le terme « à imposition différée » au terme « non imposable ». Bien que l'on puisse utiliser les deux termes dans ce contexte, nous avons remplacé « non imposable » par « à imposition différée ».
17.	Encaisse distribuable – Information en page frontispice sur le rendement du capital investi et les remboursements de capital (Article 2.4)	Plusieurs intervenants conviennent qu'il faut fournir davantage d'information sur la ventilation de l'encaisse distribuable, bien en vue sur la page frontispice. Ils font également remarquer que l'information sur les distributions et leur source doit être claire et facile à comprendre, ce qui concerne aussi les projections pro forma de distributions fournies dans le prospectus. Un intervenant fait valoir que la formulation proposée n'est peut-être pas appropriée dans le cas des placements subséquents des fiducies de revenu dont les parts sont négociées en Bourse. Un intervenant fait remarquer que les distinctions recommandées sont utiles dans le prospectus et les documents d'information continue. Plusieurs autres intervenants proposent de supprimer l'information en page frontispice sur la ventilation estimative des remboursements de capital imposables et à imposition différée, ou que la période de référence de l'estimation soit limitée à 12 mois. Ils font remarquer que l'information en page frontispice recommandée dans l'instruction peut a) ne pas être uniformément disponible pour toutes les fiducies de revenu, b) être trompeuse, c) n'être ni significative ni utile, d) être modifiée et e) être coûteuse en temps et dispendieuse. Toutefois, les émetteurs qui disposent de cette information devraient être	Nous estimons que toute information selon laquelle la distribution comporte un volet « rendement du capital investi » et un volet « remboursement de capital » est utile pour les investisseurs, tant dans le placement initial que dans les placements subséquents. Nous avons toutefois décidé que la ventilation précise du « rendement du capital investi » et du « remboursement de capital » convient mieux aux documents d'information continue, comme le rapport de gestion. Nous recommandons de donner la ventilation dans le document de placement si une prévision a été établie. Si aucune prévision n'a été établie, nous recommandons de fournir sur la page frontispice de l'information expliquant aux investisseurs que la distribution comportera une part de rendement du capital investi et une part de remboursement de capital.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
		encouragés à la fournir. Plusieurs intervenants craignent que cette recommandation n'entraîne l'établissement d'une prévision, ce qui prend du temps, coûte cher et donne de l'information plus complexe aux investisseurs. Un intervenant fait remarquer que l'information proposée à l'article 2.4 ne prévoit pas que la fiducie de revenu puisse posséder des biens productifs plutôt qu'une société en exploitation.	
18.	Encaisse distribuable – mesures non conformes aux PCGR (Article 2.5)	Un intervenant fait remarquer que l'état des résultats établi selon les PCGR n'est pas bien compris par de nombreux investisseurs et qu'il peut être manipulé.	Les ACVM ne peuvent modifier les PCGR, car il s'agit d'une norme fixée par l'ICCA et non par les autorités en valeurs mobilières. En ce qui concerne les mesures financières non conformes aux PCGR, les ACVM ne s'opposent pas à leur utilisation du moment que les directives de l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, <i>Mesures financières non conformes aux PCGR</i> sont respectées. Nous faisons remarquer que, depuis la publication du projet d'instruction en octobre 2003, les ACVM ont publié l'Avis 52-306 (qui remplace l'Avis 52-303 du personnel des ACVM) et que l'instruction a été révisée en conséquence.
19.	Information en page frontispice – Généralités	Un intervenant fait remarquer que l'information recommandée en page frontispice est peut-être trop abondante et que les ACVM pourraient la réduire.	Nous estimons que l'information recommandée en page frontispice est importante pour les investisseurs. Nous n'avons pas révisé cet article.
20.	Emprunts à court terme – Significativité des emprunts importants (Partie 2C)	Plusieurs intervenants reconnaissent l'importance des conséquences possibles des emprunts à court terme sur l'encaisse distribuable. Certains proposent de limiter l'information aux emprunts à court terme importants, tandis que d'autres proposent de l'élargir à tous les emprunts importants, qu'ils soient à court ou à long terme. Un intervenant propose de le faire en indiquant le montant global des emprunts dans le prospectus, les états financiers ou d'autres documents d'information continue.	Nous ne visons que les conventions de crédit <i>importantes</i> . Étant donné que les titres des fiducies de revenu sont placés en fonction de l'encaisse distribuable, nous estimons que toutes les conventions de crédit susceptibles d'avoir une incidence importante sur la capacité de la fiducie de distribuer l'encaisse distribuable aux porteurs de parts sont des contrats importants. Par exemple, si la convention de crédit stipule que la fiducie ne peut pas distribuer de liquidités aux porteurs de parts si elle ne maintient pas un certain ratio, cette modalité doit être considérée comme

N°	Objet	Commentaire	Réponse
		Un intervenant fait remarquer que, lorsque cela est justifié, l'émetteur devrait être expressément autorisé à regrouper l'information sur ses différents emprunts à court terme. D'autres craignent que l'importance accordée aux emprunts à court terme dans l'instruction n'éclipse l'existence d'autres facteurs de risque pertinents. Ils proposent de donner des exemples d'autres facteurs de risque pertinents comme le fait que le taux est fixe ou variable, l'échéance et la possibilité que la législation sur l'insolvabilité et la restructuration ne s'applique pas à la fiducie.	importante car elle pourrait avoir une incidence directe sur la capacité de la fiducie de verser l'encaisse distribuable. Nous convenons qu'il faut se préoccuper en priorité de tous les emprunts importants, qu'ils soient à long terme ou à court terme. Par conséquent, nous avons révisé l'instruction pour préciser qu'il faut indiquer les principales modalités des emprunts importants, par exemple si le taux d'intérêt est fixe ou variable.
21.	Emprunts à court terme – Dépôts des conventions de crédit dans SEDAR (Partie 2C)	La plupart des intervenants considèrent que le critère permettant de déterminer si un contrat est important ou non devrait être le même pour tous les émetteurs. Plusieurs intervenants estiment que l'information sur les principales modalités des emprunts à court terme donne des renseignements adéquats sur les arrangements financiers de la fiducie de revenu et de la société en exploitation. Ils jugent inutile de déposer les conventions dans SEDAR et font valoir qu'un dépôt dans SEDAR cause un désavantage concurrentiel par rapport aux autres émetteurs.	Nous n'avons pas l'intention de désigner toutes les conventions de crédit comme des contrats importants. Nous faisons remarquer que, dans le contexte des fiducies de revenu et des autres placements indirects, les modalités des conventions de crédit ont fréquemment une incidence sur l'encaisse distribuable. L'importance d'un contrat est une question de fait pour les émetteurs, et il incombe à leur conseillers d'y répondre. Ceux qui déterminent qu'un contrat est important doivent l'inscrire sur la liste des contrats importants et le déposer dans SEDAR.
22.	Emprunts à court terme – Sociétés de placement immobilier (Partie 2C)	Un intervenant fait remarquer que, dans le cas des sociétés de placement immobilier, les émetteurs fournissent généralement un tableau des créances hypothécaires indiquant le principal par échéance, taux d'intérêt moyen et pourcentage des prêts à d'intérêt variable par rapport aux prêts à taux d'intérêt fixe. Selon lui, ce type d'information consolidée suffit dans ce contexte.	Nous convenons que cette information est détaillée et profitable. En règle générale, le tableau des créances hypothécaires fournit de l'information utile aux investisseurs. Nous faisons toutefois remarquer que le dépôt des conventions de crédit serait utile aux investisseurs pour bien comprendre les détails qui peuvent différer à certains égards de l'information donnée dans le tableau.
23.	Emprunts à court terme – Description des emprunts à court terme (Partie 2C)	Un intervenant fait remarquer que la définition du terme « emprunt à court terme » dans l'instruction diffère de sa définition comptable, ce qui pourrait être une source de confusion.	Comme nous l'indiquons ci-dessus (commentaire 20), nous avons révisé l'instruction pour qu'elle vise tous les emprunts (à court et à long terme) qui pourraient avoir une incidence sur l'encaisse distribuable.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
24.	Emprunts à court terme – Emprunts contractés dans la structure globale (Partie 2C)	Un intervenant nous propose de recommander la présentation d'information sur les emprunts à court terme contractés dans la structure globale de la fiducie ou sur les emprunts qui seraient éliminés en cas de consolidation, plutôt que seulement sur les emprunts à court terme de la société en exploitation. Il fait également remarquer que ce n'est pas toujours la société en exploitation qui contracte des emprunts auprès de tiers.	Nous convenons que les emprunts peuvent être contractés à un autre niveau que celui de la société en exploitation. Nous avons révisé l'instruction pour englober les emprunts contractés par une entité autre que la société en exploitation.
25.	Rémunération de la direction – Appui et proposition d'élargissement	Les intervenants sont clairement en faveur des recommandations en matière de rémunération de la direction. Un certain nombre d'entre eux proposent d'utiliser une formulation plus impérative et de renforcer les exigences en la matière, en demandant notamment des renseignements précis et détaillés sur les salaires et les primes versés, les options accordées et les autres paiements, ainsi que les motifs, car il semblerait que c'est principalement dans ce domaine que l'information est incompatible entre les fiducies de revenu.	Nous prenons acte de l'appui des intervenants. Nous estimons que les recommandations actuelles sont suffisamment rigoureuses pour englober des détails comme les salaires et les primes versés, les options accordées et les autres paiements. L'article 2.15 de l'instruction recommande aux émetteurs de fournir l'information sur la rémunération de la direction dans le prospectus comme si la société en exploitation était une filiale de la fiducie de revenu au moment du visa du prospectus. Aux termes de l'Annexe 51-102A6, <i>Rémunération de la haute direction</i> , les émetteurs sont tenus de fournir, dans leurs documents d'information continue, de l'information détaillée sur la rémunération, analogue à celle évoquée par les intervenants.
26.	Rémunération de la direction – Convention de rémunération entre les employés de la fiducie et des tiers	Un intervenant recommande que la fiducie de revenu indique les conventions de rémunération entre ses employés et des tiers, notamment les avances sur salaire et les commissions d'intermédiaire, pour garantir que la rémunération est raisonnable et n'influence pas la direction au détriment des porteurs de parts.	L'alinéa f) de la définition de « membre de la haute direction » contenue dans le <i>Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue</i> vise « toute autre personne physique exerçant un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur assujetti ». Par conséquent, toute personne qui exerce un pouvoir de décision à l'égard de l'émetteur entre dans la définition de « membre de la haute direction » et est visé par l'Annexe 51-102A6. Nous estimons que cela engloberait les arrangements mentionnés par l'intervenant.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
27.	Rémunération de la direction – Distinction entre les contrats de gestion et les contrats de travail avec les membres de la direction	Un intervenant estime que l'instruction devrait établir une distinction entre les contrats de gestion, qui devraient être présentés en détail, et les contrats de travail avec les membres de la direction, qui devraient être présentés sommairement.	Nous estimons que les modalités importantes de ces deux types de contrats doivent être présentées. Si elles ont une incidence importante sur l'encaisse distribuable, un exposé complet est justifié.
28.	Rémunération de la direction – Changements importants et dépôt des plans incitatifs dans SEDAR	Un intervenant recommande de reformuler la dernière phrase de l'article 2.17 comme suit : « et notamment tout changement dans la rémunération de la direction qui constitue un changement important ». Il fait également remarquer qu'il ne semble pas y avoir de raison de faire la distinction entre l'information sur les plans de rémunération de la direction des fiducies de revenu et ceux des sociétés par actions, et que l'on ne devrait faire aucune distinction en ce qui concerne l'obligation de déposer un exemplaire de chaque plan dans SEDAR. Il considère que les exigences d'information actuelles relatives au prospectus sont suffisantes. Par conséquent, il rejette l'obligation de déposer les plans incitatifs dans SEDAR.	Nous sommes d'accord avec la clarification proposée et avons révisé l'instruction en conséquence. Si les modalités d'un contrat de gestion ou d'un plan incitatif sont susceptibles d'avoir une incidence importante sur l'encaisse distribuable, il faut les indiquer. Les contrats doivent être indiqués comme des contrats importants et déposés dans SEDAR. Nous estimons qu'il est plus probable que les modalités de ces contrats seront importantes dans le contexte des fiducies de revenu que pour les autres émetteurs. Par conséquent, bien que le critère soit le même, un plus grand nombre de ces contrats seront jugés importants.
29.	Rémunération de la direction – Information sur les gestionnaires externes	Un intervenant fait remarquer que si la direction a décidé de faire appel à un gestionnaire externe, la justification de cette mesure et l'intérêt qu'elle présente doivent être clairement indiqués. Toute formule utilisée pour rémunérer le gestionnaire externe doit être indiquée clairement pour que les investisseurs puissent l'analyser.	Nous avons modifié l'instruction pour expliquer que toutes les modalités de la rémunération du gestionnaire externe qui pourraient avoir une incidence sur l'encaisse distribuable doivent être indiquées. Dans ce cas, les raisons pour lesquelles l'émetteur a préféré faire appel à une société de gestion externe plutôt que de conserver une structure de gestion interne peuvent être une information importante pour les investisseurs.
30.	Notes de stabilité (Articles 2.10 à 2.12) -Elles peuvent être source de confusion et donner une fausse impression de sécurité	Nombre d'intervenants craignent que l'importance accordée à l'information sur les notes de stabilité ou les motifs pour lesquels l'émetteur n'en a pas obtenu n'induisent les investisseurs en erreur et ne leur donnent une fausse impression de sécurité. Comme les notes de stabilité sont attribuées par les agences de notation, certains intervenants estiment qu'elles perpétuent le	Nous prenons acte de ces commentaires. Bien que nous soyons toujours d'avis que les notes de stabilité fournissent aux investisseurs un bon outil de comparaison entre les fiducies de revenu, nous avons supprimé la recommandation selon laquelle les émetteurs devraient révéler l'absence de note de

N°	Objet	Commentaire	Réponse
		mythe selon lequel les titres de fiducies de revenu sont identiques à des obligations. Les investisseurs pourraient être portés à croire qu'ils souscrivent des titres à revenu fixe. Un intervenant fait remarquer que les entreprises privées qui attribuent les notes de stabilité sont comparables à des sociétés de gestion de placements. Comme elles, elles analysent les fiducies de revenu pour déterminer si les distributions sont durables. L'intervenant fait remarquer que les personnes qui attribuent les notes de stabilité sont tout aussi susceptibles de se tromper que les gestionnaires de portefeuille. Les intervenants estiment généralement que la meilleure façon de comparer les fiducies de revenu est de faire des recherches rigoureuses sur les titres, de la même façon que l'on compare les sociétés par actions. Au lieu de se fier aux notes de stabilité, les investisseurs devraient pouvoir évaluer l'investissement dans les parts de la fiducie de revenu comme tout investissement dans les actions d'une société conventionnelle. Plusieurs intervenants font remarquer que l'utilisation des notes de stabilité n'est pas universelle. Certaines fiducies de revenu peuvent être de bonnes candidates pour les notes de stabilité mais nombre d'entre elles ne le sont pas en raison de la nature volatile et complexe de leurs activités. Un intervenant fait remarquer que les marchés des capitaux parviennent à exiger de certains types de fiducies de revenu qu'elles obtiennent des notes de stabilité. L'intervenant estime que l'utilisation des notes devrait être régie par les marchés. Plusieurs intervenants craignent que l'imposition de notes de stabilité n'augmente les coûts des émetteurs, notamment des émetteurs à petite capitalisation, sans apporter aucun avantage aux investisseurs. Le temps employé et les dépenses engagées par la direction pour obtenir une note ne sont pas nécessairement utiles aux investisseurs ni dans leur intérêt financier.	stabilité. Toutefois, nous nous attendons toujours à ce que les émetteurs indiquent la note qu'ils ont obtenue, conformément aux exigences de prospectus.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
31.	Notes de stabilité (Articles 2.10 à 2.12) - Information recommandée sur le changement de note de stabilité	Selon un intervenant, il est important de rappeler que, lorsqu'une fiducie de revenu a obtenu une note de stabilité et que celle-ci change, positivement ou non, ce changement constitue une information importante à communiquer immédiatement au public.	Nous convenons que toute information de cet ordre est importante pour les investisseurs et qu'elle devrait leur être communiquée au moyen d'une déclaration de changement important. Cette obligation est déjà prévue par la législation en valeurs mobilières, mais nous avons ajouté un rappel à l'instruction.
32.	Détermination du prix de souscription des parts (Article 2.14)	Un intervenant fait remarquer que les actes de fiducie de sociétés de placement immobilier sont nombreux à exiger l'évaluation de chaque acquisition d'un immeuble pendant la durée de la société. Demander de l'information sur chaque évaluation entraînerait la communication d'information confidentielle très sensible et représenterait aussi un fardeau injuste pour les sociétés de placement immobilier par comparaison aux sociétés par actions conventionnelles. L'intervenant estime qu'il faut supprimer cette obligation.	L'instruction ne recommande pas de fournir chaque évaluation d'immeuble pendant la durée d'une société. Nous voulons fournir aux investisseurs de l'information sur la façon dont le prix de souscription est déterminé au moment du premier appel public à l'épargne : nombre d'investisseurs ne savent pas comment cela se fait, car le processus diffère des évaluations effectuées dans le cas d'un premier appel public à l'épargne direct et plus conventionnel. Nous avons clarifié l'instruction en expliquant que l'article concernant l'évaluation s'applique dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne et non des placements et acquisitions subséquents.
33.	Information continue (Partie 3)	Plusieurs intervenants soulignent que les fiducies de revenu doivent indiquer de façon acceptable les risques et les conséquences fâcheuses possibles découlant d'activités très ciblées, notamment dans la section « risques » du prospectus et dans la section « rapport de gestion » des états financiers. Les renseignements doivent être complets mais accessibles à l'investisseur moyen.	Nous sommes d'accord avec cette proposition et avons modifié l'instruction pour expliquer, notamment, notre recommandation selon laquelle l'information pertinente doit être fournie dans le prospectus et le rapport de gestion.
34.	Information continue – Attestation annuelle	Un certain nombre d'intervenants ont des réserves à propos de l'attestation annuelle de conformité aux engagements prévue à l'article 3.1 et proposent qu'elle devienne une exigence supplémentaire des circulaires de sollicitation de procurations, des notices annuelles ou des rapports annuels au lieu de faire l'objet d'un dépôt distinct.	Nous avons décidé de ne pas retirer de l'article 3.1 de l'instruction la recommandation relative à l'attestation annuelle. Nous faisons remarquer que nous sommes en train d'ajouter à SEDAR un sous-type de dossier intitulé « Attestation annuelle », qui permettra aux émetteurs et à leurs conseillers de déposer facilement l'attestation annuelle. Nous avons soumis au groupe de

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			travail chargé de l'information continue la proposition d'incorporer l'attestation annuelle dans un document d'information continue comme la notice annuelle, en vue d'une éventuelle modification du règlement sur l'information continue.
35.	Information continue – Consolidation en vertu des PCGR	Un intervenant fait remarquer que l'information financière devrait être régie par les PCRG (comme dans le cas des sociétés par actions). Il ne juge pas que des exigences spéciales en la matière soient justifiées pour les fiducies de revenu.	Nous convenons que l'information financière doit être régie, de façon générale, par les PCGR. Toutefois, nous estimons également que, dans le cas des fiducies de revenu, les investisseurs ont besoin d'information supplémentaire sur la société en exploitation pour disposer de toute l'information pertinente sur leur placement. C'est pourquoi nous avons décidé qu'il était important que les investisseurs reçoivent de l'information financière distincte sur la société en exploitation dans les cas où les PCRG n'exigent pas la consolidation. Nous faisons remarquer que nous nous attendons à recevoir l'engagement décrit dans cette partie même si le prospectus contient les résultats consolidés. De cette façon, les investisseurs continueront à recevoir l'information dont ils ont besoin sur la société en exploitation tant qu'elle restera un actif important de la fiducie de revenu, si cette dernière cesse de consolider les résultats de la société en exploitation. Nous faisons remarquer que nous sommes en train de créer dans SEDAR un sous-type de dossier distinct intitulé « États financiers de la société en exploitation », qui permettra de déposer des états financiers distincts. Lorsque la consolidation est exigée, nous ne nous attendons pas à ce que des états financiers distincts soient fournis.

N°	Objet	Commentaire	Réponse
36.	Information continue – Information sur l'encaisse distribuée et l'encaisse distribuable	Plusieurs intervenants font remarquer, en réponse à une question particulière, que la comparaison de l'encaisse distribuée et de l'encaisse distribuable à l'encaisse distribuable prévue augmente la responsabilité et fournit aux investisseurs une analyse facilement accessible. La politique d'information continue devrait tenir compte du fait que la politique de distribution d'une fiducie change au fil du temps et que, par conséquent, la comparaison avec les objectifs énoncés précédemment dans un prospectus n'est peut-être pas adéquate.	Nous souscrivons à l'opinion des intervenants et avons modifié l'instruction pour indiquer que nous nous attendons à ce que les émetteurs fournissent une comparaison de l'encaisse distribuée et de l'encaisse distribuable avec l'encaisse distribuable prévue dans leurs documents d'information continue.
37.	Information continue – Engagement relatif à la Rule 61-501 de la CVMO et à Q-27 (Article 3.1)	Un intervenant fait valoir que l'engagement relatif à la Rule 61-501 <i>Insider Bids, Issuer Bids, Going Private Transactions and Related Party Transactions</i> (la « Rule 61-501 ») de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et au règlement intitulé Instruction générale n° Q-27, <i>Les mesures de protection des porteurs minoritaires à l'occasion de certaines opérations</i> (le « Règlement Q-27 ») ne devrait être exigé que lorsque les PCRG interdisent la consolidation des états financiers de la fiducie de revenu et de la société en exploitation.	Nous avons supprimé toute mention de la Rule 61-501 et du Règlement Q-27 dans l'engagement en raison de modifications apportées à ces textes qui traitent des fiducies de revenu.
38.	Information continue – États financiers de la société en exploitation (Article 3.1)	Un intervenant fait remarquer que l'obligation de fournir les états financiers de la société en exploitation devrait être la même pour les fiducies de revenu que pour les sociétés de portefeuille. L'intervenant demande également ce que signifie « actif important ».	Les fiducies de revenu et les sociétés par actions conventionnelles sont traitées de la même façon dans les cas où les PCGR exigent la consolidation. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à voir des états financiers distincts de la société en exploitation si ses résultats financiers sont consolidés. Toutefois, nous considérons qu'un placement de fiducie de revenu comme un placement indirect de la société en exploitation, et cette dernière constitue souvent l'unique actif important de la fiducie de revenu. Donc, dans les cas où les PCGR n'exigent pas la consolidation des résultats financiers de la société en exploitation dans les états financiers de la fiducie de revenu et où la société en exploitation constitue un actif important de la fiducie de revenu, nous avons recommandé de fournir les états financiers de la société en exploitation. De

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			cette façon, les investisseurs disposeront d'information significative sur leur placement. Les fiducies de revenu et leurs conseillers doivent déterminer en fonction des circonstances si la société en exploitation est un actif important.
39.	Information financière comparative (Article 3.2)	Un intervenant fait remarquer que, dans certains cas, aucune information comparative pertinente n'est disponible, surtout si les actifs ont été acquis par plusieurs parties. Plusieurs intervenants font valoir qu'on ne peut pas tenir pour acquis que l'information financière comparative peut être fournie. Selon eux, il peut être problématique d'établir l'information comparative des périodes antérieures au premier appel public à l'épargne de la fiducie de revenu, et elle peut se révéler inintéressante lorsqu'on la compare à l'information des période postérieures au placement, car la société en exploitation peut non seulement avoir été exploitée sous une autre forme, mais aussi avoir été exploitée comme division d'une entreprise, ou encore se composer d'actifs et d'entreprises qui appartenaient précédemment en tout ou partie à plusieurs entités juridiques.	Nous convenons qu'il peut se trouver des situations exceptionnelles dans lesquelles il ne serait pas approprié de fournir de l'information comparative. Cela peut notamment être le cas si la fiducie de revenu est formée à la suite de plusieurs acquisitions. Dans ces circonstances, nous pourrions accepter une explication dans les notes afférentes aux états financiers ou dans le rapport de gestion, selon le cas.
40.	Définition d'« initié » (Article 3.4)	Plusieurs intervenants estiment qu'il ne faut pas modifier la définition d'initié au moyen des engagements plutôt que par la voie législative.	Nous ne modifions par la définition d'initié prévue par la législation au moyen des engagements proposés dans l'instruction. La législation en valeurs mobilières donne à l'autorité en valeurs mobilières ou à l'agent responsable le pouvoir de refuser de viser le prospectus s'il juge que cela est dans l'intérêt du public. Une des difficultés que nous rencontrons fréquemment dans les prospectus des fiducies de revenu est de déterminer s'il est dans l'intérêt du public d'apposer le visa lorsque des personnes qui seraient des initiés si la société en exploitation faisait appel public à l'épargne évitent l'application des dispositions de la législation en valeurs mobilières sur les déclarations d'initiés et les opérations d'initiés en raison de la structure de la fiducie de revenu. Nous avons pris l'habitude de régler

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			ce problème en demandant aux fiducies de revenu de fournir l'engagement décrit dans l'instruction. Nous voulons faire en sorte que l'instruction décrive clairement cette façon de faire pour que les émetteurs aient conscience de nos préoccupations. Nous leur suggérons une démarche pour planifier leurs placements. Nous convenons que cette préoccupation pourrait être résolue par la voie législative à l'avenir. Cette démarche a déjà été entreprise dans certains territoires (voir les modifications corrélatives à la <i>Securities Act</i> de l'Alberta, qui ont pris effet le 1^{er} juillet 2004). Dans l'intervalle, toutefois, il est possible de remédier autrement à la difficulté posée par les initiés à l'égard d'une société en exploitation, notamment en fournissant les engagements décrits dans l'instruction.
41.	Engagement relatif aux initiés –« mesures appropriées » (Article 3.4)	Un intervenant fait remarquer que l'instruction ne définit par le terme « mesures appropriées » et qu'il semblerait que la seule méthode soit de conclure des contrats de travail, ce qui ne serait pas pratique et pourrait avoir des conséquences fâcheuses. Selon un autre intervenant, comme il incombe aux personnes, et non à la société, de faire les déclarations d'initié, il n'est pas réaliste de s'attendre à ce que la fiducie de revenu conclue un engagement contractuel avec des tierces parties qui ne sont pas visées par les règles relatives aux initiés mais qui sont en possession d'information importante et inconnue du public à son égard. Tout ce à quoi l'on devrait s'attendre de la part de la fiducie de revenu, c'est qu'elle avise ces personnes, mais elle ne devrait pas être tenue responsable des actes de personnes sur lesquelles elle n'a aucun contrôle.	Nous reconnaissons que les fiducies de revenu peuvent avoir à régler certaines difficultés pratiques pour mettre en application les engagements proposés dans l'instruction. Nous ne souhaitons pas préciser ce que sont les mesures appropriées. Nous estimons que les fiducies de revenu et leurs conseillers sont mieux placées pour trancher ce point en fonction de leur situation.
42.	Engagement relatif aux initiés – Gestionnaires externes	Un intervenant convient que les initiés à l'égard de la société en exploitation doivent être visés par les règles relatives aux déclarations d'initié comme si la société en exploitation était émetteur assujéti, et il fait valoir que les gestionnaires externes	Nous sommes d'accord avec l'intervenant. L'instruction prévoit que nous pourrions demander des engagements supplémentaires dans certains cas. À noter qu'à la suite de récentes modifications législatives

N°	Objet	Commentaire	Réponse
	(Article 3.4)	soulèvent la même question.	en Alberta, certaines personnes, comme la société en exploitation et le gestionnaire de la fiducie de revenu, sont réputées être des initiés à l'égard de la fiducie de revenu.
43.	Responsabilité à l'égard du prospectus – Appui en faveur de la clarification (Partie 4)	Un intervenant accueille favorablement la clarification de la responsabilité à l'égard du prospectus. Il fait remarquer qu'il est primordial pour l'intégrité du marché que les émetteurs qui se tournent vers les marchés des capitaux du Canada le fassent de façon transparente et en assumant l'entière responsabilité. Les vendeurs et les promoteurs qui placent des titres indirectement par le truchement de fiducies de revenu et d'autres placements indirects devraient être tenus responsables de leurs actes de la même façon que dans un placement direct.	Nous prenons acte de l'appui de l'intervenant.
44.	Responsabilité à l'égard du prospectus – Règlement et instruction (Partie 4)	Un intervenant fait remarquer que certaines déclarations contenues dans l'instruction (comme l'avis du personnel sur l'application de la définition de « promoteur ») peuvent constituer une modification irrégulière de la législation.	Ce texte est une instruction des ACVM qui traduit l'opinion des autorités en valeurs mobilières de l'ensemble du Canada. Ce n'est pas un avis du personnel des ACVM. Nous ne modifions pas la définition de « promoteur » prévue par la législation canadienne en valeurs mobilières, mais offrons des lignes directrices pour l'appliquer dans le contexte des placements de fiducies de revenu. La législation en valeurs mobilières donne à l'autorité en valeurs mobilières ou à l'agent responsable le pouvoir de refuser de viser le prospectus s'il juge que cela est dans l'intérêt du public. Un de problèmes que nous rencontrons fréquemment dans les prospectus des fiducies de revenu est de déterminer s'il est dans l'intérêt du public d'apposer le visa lorsque des personnes qui seraient des porteurs vendeurs si la société en exploitation faisait un appel public à l'épargne évitent l'application des dispositions de la législation en valeurs mobilières sur les porteurs vendeurs grâce à la structure de la fiducie de revenu. Nous avons pris l'habitude de régler ce problème en demandant aux porteurs vendeurs qui ne sont pas

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			promoteurs d'accepter une responsabilité analogue à celle prévue par les dispositions de la législation en valeurs mobilières sur les porteurs vendeurs en concluant un contrat avec l'émetteur à l'égard de l'information fournie dans le prospectus. Nous voulons faire en sorte que l'instruction décrive clairement cette façon de faire pour que les émetteurs aient connaissance de nos préoccupations. Nous leur suggérons une démarche pour planifier leurs placements. Nous convenons que notre préoccupation relative à l'application des dispositions sur les porteurs vendeurs pourrait être résolue par la voie législative à l'avenir. Dans l'intervalle, toutefois, il est possible de remédier autrement (voir ci-dessous) au problème posé par les vendeurs assimilables à des porteurs vendeurs.
45.	Responsabilité à l'égard du prospectus – Définition de « promoteur » (Article 4.3.1)	Selon un intervenant, il est difficile de déterminer si l'on considère que la personne qui touche le produit est visée par la définition de « promoteur » dans tous les territoires. L'intervenant fait toutefois remarquer que, dans la plupart des cas, il s'attend à ce que l'agent responsable demande au vendeur qui touche une part significative du produit de signer une attestation à titre de promoteur parce qu'il a participé à l'établissement ou à la restructuration de la fiducie.	Nous ne voulons pas donner l'impression que la personne qui touche le produit est visée par la définition de « promoteur ». Nous convenons avec l'intervenant que les vendeurs qui touchent une part significative du produit du placement en contrepartie de services ou de biens dans le cadre de l'établissement ou d'une restructuration importante de la fiducie de revenu peuvent être des promoteurs au sens de certaines lois sur les valeurs mobilières et par conséquent être tenus de signer une attestation dans le prospectus. Déterminer si un vendeur est un promoteur en vertu de la législation en valeurs mobilières est une question de fait. Nous avons modifié les lignes directrices de l'instruction en ce qui concerne les promoteurs.
46.	Responsabilité à l'égard du prospectus et distinction entre les opérations avec lien de dépendance et sans	Un certain nombre d'intervenants font remarquer que cette partie de l'instruction n'établit pas de distinction claire entre les opérations sans lien de dépendance et les opérations avec lien de dépendance. Un intervenant fait valoir qu'il serait utile que	De manière générale, nous sommes d'accord avec les intervenants. Nous nous préoccupons principalement des vendeurs qui négocient les modalités de l'achat de la société par la fiducie de revenu et participent

N°	Objet	Commentaire	Réponse
	lien de dépendance (Partie 4)	l'instruction indique clairement que lorsqu'une négociation de bonne foi sans lien de dépendance a lieu entre l'émetteur et le vendeur et que ce dernier ne participe pas au placement et ne peut influencer de façon importante sur le contrôle de l'émetteur, les principes énoncés dans la partie 4 ne s'appliquent pas. Un intervenant a souligné cette préoccupation dans le contexte des sociétés de placement immobilier.	également à la négociation des modalités du placement avec le ou les placeurs. En règle générale, une opération de bonne foi et sans lien de dépendance ne soulève pas ces problèmes. Nous avons modifié les lignes directrices de l'instruction sur ce point.
47.	Responsabilité à l'égard du prospectus –Fonds de capital-investissement (Partie 4)	Selon un intervenant, lorsque le vendeur ne se porte pas contrepartie mais gère le placement pour le compte d'autres personnes (ce qui arrive généralement dans le cas des fonds de capital-investissement), le gestionnaire du fonds ne devrait être responsable que de l'information figurant dans le prospectus s'il a agi en tant que personne participant au contrôle. Par exemple, dans le cas des fonds de capital-investissement, la société de gestion occupe souvent un ou plusieurs sièges au conseil d'administration de la société et participe assez activement aux fonctions de sa haute direction. Dans ces circonstances, il est permis de penser que le gestionnaire du fonds connaît bien l'émetteur et peut assumer la responsabilité de l'information figurant dans le prospectus. Il ne devrait pas être responsable pour un montant supérieur au produit du placement qu'il a touché.	Comme nous l'indiquons ci-dessus (commentaire 45), déterminer si le vendeur a agi comme promoteur de la fiducie de revenu est une question de fait. La présence d'un gestionnaire de fonds de capital-investissement au conseil d'administration de la société en exploitation et la participation assez active aux fonctions de sa haute direction peuvent indiquer qu'un fonds de capital-investissement a agi comme promoteur. Si toutefois les circonstances de fait indiquent qu'aucun fonds de capital-investissement ni aucun vendeur n'a pris l'initiative d'établir la fiducie de revenu ni ne touche le produit du placement en contrepartie de services ou de biens relativement à son établissement, ce vendeur peut ne pas être promoteur aux termes de la législation en valeurs mobilières. Il s'agit plutôt d'un porteur vendeur. Si le fonds de capital-investissement ou le vendeur est plutôt un porteur vendeur qu'un promoteur, nous nous attendons à ce que les fiducies de revenu et les vendeurs traitent de la perte possible, en raison de la structure de la fiducie de revenu, des droits et recours offerts aux investisseurs contre les vendeurs dans un placement direct en vertu de la législation en valeurs mobilières. Nous convenons avec l'intervenant que le vendeur qui a agi comme une personne participant au contrôle peut assumer la responsabilité de l'information figurant dans le prospectus. Le fonds de capital-investissement ou le vendeur assumant la responsabilité peut remédier aux questions d'intérêt

N°	Objet	Commentaire	Réponse
			public soulevées par la possibilité de perte des droits et recours prévus par la loi en concluant des arrangements contractuels qui offrent aux investisseurs les mêmes droits et recours contre les vendeurs que la législation en valeurs mobilières dans un placement direct. Il pourrait faire échec aux poursuites en responsabilité en démontrant qu'il a fait preuve de diligence raisonnable. Nous nous attendons à ce que le montant de la réparation corresponde au produit du placement touché par le vendeur ou le gestionnaire du fonds pour le compte du fonds de capital-investissement.
48.	Signification de « promoteur » – « part significative » (Article 4.3.1)	Un intervenant fait remarquer qu'il serait possible de recevoir une part du produit dans être considéré comme un promoteur.	Nous sommes d'accord avec l'intervenant et avons modifié les lignes directrices de l'instruction sur ce point.
49.	Description des déclarations, garanties et indemnités des vendeurs (Article 4.4.3)	Un intervenant rejette l'obligation de décrire « en détail les déclarations et garanties contenues dans le contrat de vente, ainsi que les indemnités prévues par celui-ci ». Il doute de la possibilité de fournir de l'information sommaire sans reproduire l'ensemble des déclarations.	Nous estimons que la fiducie de revenu devrait être en mesure de fournir aux investisseurs de l'information significative sans reproduire l'ensemble des déclarations. L'objectif de la communication d'information est double : premièrement, indiquer aux investisseurs qu'ils peuvent ne pas jouir des mêmes droits et recours contre les vendeurs que dans un placement direct; deuxièmement, informer les investisseurs des protections qui ont été négociées entre les parties en remplacement des recours prévus par la législation en valeurs mobilières dont les investisseurs ne jouissent pas en raison de la structure de la fiducie de revenu.
50.	Documents promotionnels (Partie 5)	Plusieurs intervenants estiment que l'obligation de déposer les documents promotionnels devrait viser tous les émetteurs, et non pas uniquement les fiducies de revenu. Selon un autre intervenant, les émetteurs ne devraient pas être responsables de documents comme les cahiers verts, qui relèvent des placeurs et sur lesquels ils n'exercent qu'un contrôle limité.	Nous sommes toujours d'avis qu'il est justifié de s'attendre à ce que les fiducies de revenu déposent les documents promotionnels avec leur prospectus provisoire, étant donné les préoccupations précises que nous avons à propos des fiducies de revenu et des placements indirects qui sont commercialisés en

N°	Objet	Commentaire	Réponse
		Plusieurs intervenants font également valoir que la définition de « rendement » à l'article 5.1 n'est pas claire. Par exemple, selon un intervenant, le terme « rendement » désigne normalement le montant total que l'émetteur doit distribuer, divisé par le prix du marché des parts et exprimé en pourcentage. Les intervenants remettent en question l'exclusion de « remboursement de capital » et signalent qu'il est plus juste de parler de distributions imposables et à imposition différée.	fonction du rendement. Nous pourrions également demander aux autres émetteurs de déposer leurs documents promotionnels quand nous aurons des préoccupations analogues à leur égard. Nous avons révisé la définition de « rendement » à l'article 5.1 pour tenir compte de ces commentaires.

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

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1 Objet de l'instruction

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

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

La présente instruction contient des directives et des explications émanant de toutes les autorités représentées au sein des ACVM. Bien qu'elle porte principalement sur les fiducies de revenu, nous estimons qu'il est possible d'appliquer utilement une bonne partie de ses directives et explications à d'autres structures de placement indirect. Les principes s'appliquent également, de façon générale, à l'émetteur qui offre des titres donnant aux porteurs le droit de toucher les flux de trésorerie nets découlant de l'exploitation de son entreprise ou de ses biens. Nous donnons des directives en ce qui concerne l'information à fournir dans le prospectus et la responsabilité à l'égard du prospectus de façon à réduire au minimum les situations dans lesquelles le personnel des ACVM pourrait recommander de ne pas viser le prospectus parce que le placement semble contraire à l'intérêt du public en raison de lacunes dans l'information, ou à cause de la structure du placement, ou pour ces deux motifs.

Bien que la présente instruction porte principalement sur la structure des fiducies de revenu dans le cadre d'appels publics à l'épargne, les principes qui y sont formulés s'appliquent aussi aux structures de fiducies de revenu dans d'autres contextes, comme lors de la restructuration d'une société en fiducie. Si aucun document de placement n'est exigé lors d'une restructuration, nous nous attendons cependant à ce que la circulaire de sollicitation de procurations destinée aux porteurs concernés, qui contient l'information à fournir dans le prospectus, respecte les principes énoncés ici. Les fiducies de revenu doivent également respecter ces principes pour remplir leurs obligations d'information continue. En outre, nous tiendrons compte des principes énoncés à la partie 3 pour

déterminer s'il y a lieu d'accorder une dispense à une fiducie de revenu émetteur dans le cadre d'une restructuration ou d'une opération analogue.

1.2 Signification du terme « fiducie de revenu »

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

1.3 Signification du terme « société en exploitation »

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

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

1.4 Structure des fiducies de revenu

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

La fiducie de revenu se concentre sur la propriété et la gestion des actifs de la société en exploitation.

Souvent, les personnes qui étaient propriétaires de la société en exploitation (ou des sociétés absorbées) au moment de l'offre (que l'on appelle propriétaires ou vendeurs) ne vendent pas à la fiducie de revenu la totalité de leur participation dans la société, ce qui leur permet de déterminer les versements des bénéfices générés par cette dernière.

1.5 Placement des parts d'une fiducie de revenu

Généralement, une fiducie de revenu est créée en vue du placement de parts dans le public. Le produit du placement sert à acquérir une participation dans une société en exploitation (sous forme de titres d'emprunt et de participation ou de droits de redevance) ou une participation dans des biens productifs de revenu.

Selon nous, le placement de parts d'une fiducie de revenu est une sorte de placement indirect. Au lieu d'offrir leurs titres au grand public directement, les propriétaires vendent leur participation dans la société en exploitation à la fiducie de revenu, qui l'acquiert au moyen du produit du placement de ses parts. La participation dans la société en exploitation acquise par la fiducie de revenu est donc offerte indirectement au public. Les porteurs de parts détiennent une participation indirecte dans la société en exploitation par le biais de leur placement direct dans les parts de la fiducie de revenu.

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

1.6 Différences entre un placement indirect et un placement direct

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

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

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

PARTIE 2 INFORMATION À FOURNIR DANS LE PROSPECTUS

Nous décrivons ci-dessous certaines caractéristiques propres aux fiducies de revenu qui devraient être explicitées dans le prospectus. Nous recommandons que ces caractéristiques et, de façon générale, celles du placement, soient décrites de façon simple, claire et compréhensible pour que les investisseurs sachent en quoi consiste leur placement.

A. Encaisse distribuable

2.1 Signification du terme « encaisse distribuable »

De manière générale, le terme « encaisse distribuable » désigne les rentrées de fonds nettes qui sont produites par l'entreprise ou les actifs de la fiducie de revenu et que celle-ci peut distribuer, à sa discrétion, aux porteurs de parts. L'encaisse que la fiducie de revenu peut distribuer par part dépend des résultats d'exploitation de l'entreprise ou des

actifs de la fiducie de revenu, de ses besoins en capital et du nombre de parts en circulation.

2.2 L'encaisse distribuable d'une fiducie de revenu garantit-elle à l'investisseur un taux de rendement constant?

Non. Un investissement dans une fiducie de revenu ressemble bien plus à un placement dans des titres de participation qu'à un placement dans des titres d'emprunt. L'une des principales différences entre les parts d'une fiducie de revenu et les titres à revenu fixe est que la fiducie de revenu n'est aucunement tenue de faire des versements aux investisseurs. En d'autres termes, elle peut réduire ou suspendre les versements si cela est justifié étant donné les circonstances (voir le point 2.3 ci-dessous pour de plus amples détails). La capacité de la fiducie de faire des versements constants aux porteurs de parts dépendra des activités de la société en exploitation ou de la performance des actifs de la fiducie (qu'il s'agisse de biens immeubles productifs de revenu ou de terrains pétrolifères et gazéifères en exploitation).

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

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

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

La politique de distribution de la fiducie de revenu stipule généralement que les paiements que celle-ci reçoit de la société en exploitation (comme les versements d'intérêt sur titres d'emprunt et les dividendes versés aux actionnaires ordinaires) sont distribués aux porteurs de parts. Celle de la société en exploitation stipule généralement que les versements à la fiducie de revenu sont réduits si la société en exploitation ne remplit pas ses engagements en vertu de prêts consentis par des tiers (par exemple, maintenir des ratios financiers précis ou remplir ses obligations au titre, notamment, du paiement des intérêts et autres frais). D'autres obligations de la société en exploitation, comme le financement du plan incitatif des employés ou des dépenses en immobilisations, ont généralement priorité sur ses obligations envers la fiducie de revenu. En outre, la société en exploitation ou la fiducie de revenu pourrait conserver en réserve une partie de l'encaisse distribuable disponible pour financer de futures distributions si l'encaisse distribuable est inférieure au montant cible pendant une période donnée.

2.4 Information à fournir en page frontispice à propos de l'encaisse distribuable

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

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

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

Le rendement des parts après impôt pour les porteurs assujettis à l'impôt sur le revenu au Canada peut être fonction à la fois du rendement du capital investi et de remboursements de capital. Cette composition peut varier au fil du temps, ce qui peut avoir une incidence sur le rendement après impôt pour vous. [Si une prévision a été établie, donner des renseignements précis sur la portion estimative de l'investissement qui sera imposée comme rendement du capital investi et la portion estimative qui sera imposée comme remboursement de capital.] Le rendement du capital investi est généralement imposé comme les revenus ordinaires ou comme les dividendes pour les porteurs de parts. Par contre, les remboursements de capital sont généralement à imposition différée (et réduisent le prix de base des parts payé par le porteur aux fins de l'impôt).

B. Encaisse distribuable – Mesures non conformes aux PCGR

2.5 Information à présenter sur l'estimation, par la fiducie de revenu, de son encaisse distribuable

Les émetteurs ne manqueront pas de consulter les directives contenues dans l'Avis 52-306 du personnel des ACVM, *Mesures financières non conformes aux PCGR*.

C. Emprunts importants

2.6 Préoccupations relatives aux emprunts importants

Les emprunts contractés par la société en exploitation ou une autre entité qui ont priorité sur le droit des porteurs de parts de recevoir l'encaisse distribuable sont pour nous une

source d'inquiétude. Bien que de nombreux émetteurs qui ne sont pas des fiducies de revenu aient des structures de capital analogues, voire encore moins traditionnelles, nous sommes particulièrement préoccupés de la sensibilité des fiducies de revenu aux flux de trésorerie. Nous songeons notamment aux réductions des distributions que pourraient entraîner la hausse des charges d'intérêt sur les titres obligataires à taux d'intérêt variable, le non-respect d'engagements financiers, un refinancement à des conditions moins avantageuses, voire l'impossibilité de refinancer.

2.7 Information à fournir sur les emprunts importants

Nous nous attendons à ce que les principales modalités des emprunts importants de la société en exploitation soient indiquées dans le prospectus de la fiducie de revenu. L'information suivante devrait être fournie :

- a) le capital du prêt, ainsi que l'encours prévu à la fin de l'appel public à l'épargne;
- b) la durée et le taux d'intérêt (indiquer si le taux est fixe ou variable);
- c) l'échéance de renouvellement et son incidence éventuelle sur la distribution de l'encaisse;
- d) le rang par rapport aux titres de la société en exploitation détenus par la fiducie de revenu;
- e) toute garantie constituée sur l'actif de la société en exploitation par la fiducie de revenu en faveur du prêteur;
- f) tout autre engagement qui pourrait limiter la capacité de distribution de l'encaisse.

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

Nous estimons que, dans la plupart des cas, les contrats relatifs aux emprunts importants de la société en exploitation conclus avec un prêteur autre que la fiducie de revenu sont des contrats importants si leurs modalités ont une incidence directe sur les distributions d'encaisse prévues. Par exemple, les versements de la société en exploitation à la fiducie de revenu peuvent être compromis si la société en exploitation ne respecte pas certains engagements en vertu d'une convention de crédit. Par conséquent, si la convention contient des modalités qui ont une incidence directe sur les distributions d'encaisse prévues et qu'elle sera conclue à la fin du placement ou vers cette période, nous nous attendons à ce qu'elle soit indiquée dans le prospectus parmi les contrats importants. Nous nous attendons aussi à ce qu'un exemplaire de la convention soit déposé dans SEDAR dès la signature.

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

Oui. Nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu indique dans son prospectus un facteur de risque distinct pour les emprunts importants de la société en exploitation. À cet égard, nous recommandons de fournir une analyse des points suivants :

- a) la nécessité pour l'emprunteur de refinancer ses emprunts à l'échéance;
- b) l'incidence négative sur l'encaisse distribuable que pourrait avoir un refinancement à des conditions moins avantageuses;

- c) l'incidence que l'impossibilité de refinancer pourrait avoir sur l'encaisse distribuable;
- d) le fait que les versements de la société en exploitation à la fiducie de revenu pourraient être compromis si l'emprunteur ne respectait pas certains engagements en vertu de la convention de crédit (par exemple en ne maintenant pas certains ratios financiers habituels).

D. Notes de stabilité

2.10 Signification du terme « note de stabilité »

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

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

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

Selon nous, les investisseurs qui achètent des parts de fiducies de revenu achètent, en substance, les flux de trésorerie générés par la société en exploitation. L'information sur l'encaisse distribuable présentée dans le prospectus de la fiducie de revenu est bien souvent le meilleur outil dont ils disposent pour évaluer le potentiel de l'émetteur de générer et de distribuer des liquidités. Toutefois, nous craignons que l'utilisation de mesures non conformes aux PCGR par les émetteurs ne complique la comparaison des fiducies de revenu – si elle ne la rend pas impossible. Il pourrait notamment être difficile de comparer les fiducies du point de vue du risque d'investissement qu'elles représentent. C'est pourquoi nous estimons que les notes de stabilité peuvent compléter utilement l'information sur l'encaisse distribuable présentée dans le prospectus, en fournissant un avis indépendant sur la capacité de la fiducie de revenu d'atteindre ses objectifs en la matière de façon constante pendant une période donnée, comparativement aux autres fiducies de revenu canadiennes notées d'un secteur d'activité donné.

2.12 Information à fournir sur les notes de stabilité

Les fiducies de revenu qui ont reçu une note de stabilité doivent l'indiquer sur la page frontispice de leur prospectus. Nous nous attendons à ce qu'elles fournissent de l'information sur la note conformément à l'article 10.8 de l'Annexe 1, *Information à fournir dans un prospectus*, du règlement intitulé Instruction générale n° Q-28, *Exigences générales relatives aux prospectus* (ou au texte qui le remplace), à l'article 10.8 de la Form 41-105F1 *Information required in a Prospectus* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou à l'article 8.7 de l'Annexe 44-101A3, *Prospectus simplifié* (ou au texte qui le remplace). Nous recommandons d'indiquer que la note mesure la stabilité d'une fiducie de revenu par rapport à celle des autres fiducies de revenu canadiennes notées d'un secteur d'activité donné. Les émetteurs se souviendront également de leur obligation de déclarer en temps opportun tout changement important intervenu dans

leurs affaires, et notamment tout changement de note de stabilité qui constitue un changement important.

E. Détermination du prix de souscription des parts

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

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

F. Rémunération de la direction

2.14 Information à fournir sur la rémunération de la direction de la société en exploitation

Nous estimons que l'information sur la rémunération de la direction de la société en exploitation est importante pour les investisseurs. Nous nous attendons donc à ce que les fiducies de revenu la fournissent dans leur prospectus, comme si la société en exploitation était leur filiale au moment où elles obtiennent le visa. Nous rappelons également aux émetteurs qu'ils sont tenus, en vertu de la législation en valeurs mobilières, de fournir aux porteurs de parts de l'information sur la rémunération de la direction dans leurs documents d'information continue.

2.15 Information à fournir sur les contrats de gestion et les plans incitatifs

Nous estimons que les modalités importantes des contrats de gestion et des plans incitatifs sont de l'information pertinente pour les investisseurs si elles ont une incidence sur l'encaisse distribuable. Par exemple, si le terme « encaisse distribuable » est défini de façon particulière dans un contrat de gestion, nous nous attendons à ce que cette condition du contrat soit décrite. Pour prendre un autre exemple, il faudrait également indiquer pourquoi l'émetteur a préféré faire appel à une société de gestion externe plutôt que de conserver une structure de gestion interne ou, au contraire, pourquoi il a internalisé la gestion. Nous nous attendons à ce que le prospectus contienne de l'information sur ces contrats et plans. S'ils ne sont pas encore arrêtés définitivement, les modalités importantes prévues doivent être décrites dans le prospectus.

2.16 Dépôt des contrats de gestion et des plans incitatifs dans SEDAR

Nous nous attendons à ce que les contrats et plans importants visés au point 2.15 soient déposés dans SEDAR. S'ils n'ont pas été complétés avant le dépôt du prospectus, nous nous attendons à ce que la fiducie de revenu et la société en exploitation s'engagent envers les autorités en valeurs mobilières à les déposer dès que possible après la signature. Nous rappelons également aux émetteurs qu'ils sont tenus, en vertu de la loi, de déclarer rapidement tout changement important intervenu dans leurs affaires, et

notamment tout changement dans la rémunération de la direction qui constitue un changement important.

G. Facteurs de risque

2.17 Généralités

Les émetteurs n'oublieront pas qu'ils sont tenus de déclarer dans le prospectus tous les facteurs de risque pertinents relatifs au placement. Nous leur recommandons d'inclure dans la description les principaux facteurs propres au placement qui pourraient influencer sur la prévisibilité des distributions aux porteurs. Nous leur recommandons également d'évaluer la probabilité qu'un risque se réalise, ainsi que les conséquences éventuelles pour les porteurs. Il peut s'agir notamment des risques relatifs aux activités de la société en exploitation, de la possibilité que certains droits et recours prévus par le droit des sociétés soient inapplicables aux porteurs, de la possibilité que la législation sur la restructuration et l'insolvabilité ne s'applique pas aux fiducies et d'autres facteurs concernant particulièrement les fiducies de revenu et les autres placements indirects qui sont décrits dans la présente instruction générale.

PARTIE 3 INFORMATION CONTINUE

Obligations d'information relatives à la société en exploitation

3.1 Information continue concernant la société en exploitation

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

Si la législation en valeurs mobilières de certains territoires représentés au sein des ACVM est ambiguë et n'indique pas clairement si l'information ci-dessus concernant la société en exploitation est exigée par les émetteurs assujettis qui sont des fiducies de revenu ou d'autres entités non constituées en personne morale, nous nous attendons à ce que l'émetteur dépose un engagement auprès des autorités en valeurs mobilières avant que son prospectus ne soit visé. L'engagement devrait indiquer que, tant que la fiducie sera émetteur assujetti :

- i) elle traitera la société en exploitation comme une filiale pour remplir ses obligations d'émetteur assujetti; toutefois, si les principes comptables généralement reconnus interdisent la consolidation de l'information financière de la société en exploitation et de la fiducie de revenu, nous nous attendons à ce que, tant que la société en exploitation (ainsi que ses intérêts commerciaux importants) représentera un actif important pour la fiducie de revenu, celle-ci fournisse aux porteurs de parts les états financiers de la société en exploitation (et de l'information sur ses intérêts commerciaux importants);
- ii) elle attestera annuellement qu'elle a respecté son engagement et déposera l'attestation dans SEDAR en même temps que ses états financiers annuels.

Nous reconnaissons que, dans certaines circonstances, la fiducie de revenu n'a pas directement accès à l'information financière de la société en exploitation, par exemple si elle détient une participation inférieure à 50 p. 100. Dans ce cas, nous nous attendons à ce qu'elle s'assure de pouvoir suivre les directives du point 3.1, que ce soit en les intégrant aux modalités du contrat d'acquisition ou d'une autre façon.

3.2 Information financière comparative

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

En ce qui concerne les acquisitions comptabilisées selon la méthode de l'achat pur et simple, nous nous attendons à ce que les fiducies de revenu fournissent dans leurs rapports de gestion intermédiaires et annuels les chiffres correspondants de l'entreprise absorbée. Voici une liste non exhaustive de chiffres pertinents :

- Produits d'exploitation/ventes
- Coût des marchandises vendues
- Marge bénéficiaire brute
- Frais généraux et administratifs
- Bénéfice net

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

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

3.3 Constatation des actifs incorporels

Nous rappelons aux fiducies de revenu émettrices 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 encourageons les fiducies de revenu à décrire dans leur document de placement 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.

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

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

Si la législation en valeurs mobilières de certains territoires représentés au sein des ACVM n'indique pas clairement si les initiés à l'égard de la société en exploitation sont aussi initiés à l'égard de la fiducie de revenu (ou d'une autre entité non constituée en personne morale), l'émetteur devrait déposer un engagement auprès des autorités en valeurs mobilières avant que son prospectus ne soit visé. Nous nous attendons à ce que l'engagement prévoie que, tant que la fiducie de revenu restera émetteur assujetti, elle prendra les mesures appropriées pour exiger de toute personne qui serait considérée comme un initié à l'égard de la société en exploitation, si celle-ci était émetteur assujetti, qu'elle dépose des déclarations d'initié concernant ses opérations sur les parts de la fiducie de revenu (y compris sur les titres échangeables qui permettent d'acquérir des parts) et qu'elle se conforme aux interdictions d'opérations d'initiés prévues par la loi. La fiducie de revenu devrait attester annuellement au moyen de l'attestation visée au point 3.1iii) ci-dessus qu'elle a respecté son engagement.

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

À la suite de récentes modifications de la législation en valeurs mobilières de l'Alberta, les initiés à l'égard de la société en exploitation et de la société de gestion sont réputés initiés à l'égard de la fiducie de revenu dans cette province. Nous nous attendons à ce que les fiducies continuent de fournir les engagements ci-dessus tant que des clarifications analogues n'auront pas été apportées à la législation des autres territoires.

3.5 Rapport de gestion

3.5.1 Risques et incertitudes

Nous recommandons que la fiducie de revenu indique dans ses rapports de gestion intermédiaire et annuel les risques et incertitudes propres à ses actifs ou aux activités de la société en exploitation, selon le cas, ainsi que leur incidence possible sur les distributions à venir.

3.5.2 Analyse de l'encaisse distribuée

Bien que la plupart des fiducies de revenu aient l'intention de distribuer leur encaisse disponible aux porteurs de parts, aucune distribution n'est garantie. Le montant distribué dépendra de nombreux facteurs, notamment de la performance financière de la société en exploitation, des clauses restrictives de ses contrats de prêt et de ses titres d'emprunt, de ses besoins en fonds de roulement et de ses besoins de capitaux à venir. Il est important que les porteurs de parts disposent d'information sur les distributions et sachent notamment si elles ont été financées par un emprunt de l'émetteur ou ont d'autres sources que le rendement du capital investi. Nous recommandons par conséquent aux émetteurs d'indiquer dans leurs rapports de gestion intermédiaire et annuel : i) les sources de financement des distributions aux porteurs pendant la période en cours (encaisse découlant des activités, emprunts, etc.); ii) une ventilation de l'encaisse distribuée selon le rendement du capital investi et les remboursements de capital, si elle est disponible, et iii) une comparaison du montant prévu de l'encaisse distribuable indiqué dans le document de placement initial ou le prospectus d'émission, s'il y a lieu, et du montant réellement distribué.

PARTIE 4 RESPONSABILITÉ À L'ÉGARD DU PROSPECTUS

4.1 Réglementation en vigueur

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

Le prospectus sert bien entendu à faire la promotion des titres, mais, du point de vue de la réglementation, c'est aussi un document d'information qui peut engager la responsabilité de certaines personnes. Pour maintenir la discipline en ce qui concerne l'information figurant dans les prospectus et protéger l'intégrité des marchés canadiens, la législation en valeurs mobilières rend responsables certaines personnes qui ont participé à un appel public à l'épargne si elles ont présenté de l'information fausse ou trompeuse (au sens de la législation en valeurs mobilières applicable) dans un prospectus. Dans ce cas, les investisseurs peuvent notamment demander la nullité du contrat ou poursuivre en dommages-intérêts l'émetteur ou le porteur dont les titres ont été placés, les dirigeants de l'émetteur, ses promoteurs, le ou les placeurs et certaines autres personnes. Ces personnes (y compris les porteurs dont les titres ont été placés) sont solidairement responsables du préjudice causé aux investisseurs par l'information fausse ou trompeuse. À noter que, bien que « porteur dont les titres ont été placés » ne soit pas défini dans la législation en valeurs mobilières applicable, on considère généralement que ce terme désigne les personnes qui vendent des titres de la catégorie faisant l'objet du placement avec prospectus.

4.2 Application aux placements indirects des dispositions sur la responsabilité à l'égard du prospectus

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

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

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

placement indirect parce que c'est bien l'émetteur, et non les vendeurs, qui s'adresse au marché.

4.3 Responsabilité du promoteur

4.3.1 Signification du terme « promoteur »

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

4.3.2 Signification d'« entreprise » de la fiducie de revenu émetteur

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

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

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

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

Si la société en exploitation signe le prospectus à titre de promoteur mais que les vendeurs n'y conservent aucune participation ou n'y conservent qu'une participation symbolique à la fin du placement, le droit de demander des dommages-intérêts à la société en exploitation pour information fausse ou trompeuse n'offre que peu

d'avantages aux investisseurs, voire aucun, parce que la fiducie de revenu acquiert une participation totale ou presque dans la société en exploitation. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le prospectus indique que, nonobstant la responsabilité légale de la société en exploitation pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus, les investisseurs qui décident d'exercer leur recours n'en tireront que peu d'avantages, voire aucun, parce qu'un jugement en leur faveur entraînerait une baisse de la valeur de la société en exploitation (souvent l'unique actif de la fiducie de revenu) et, partant, une baisse de la valeur de leurs titres. De plus, la société en exploitation n'aurait peut-être pas les moyens de faire droit à leur réclamation.

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

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

4.4 Responsabilité contractuelle

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

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

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

Nous craignons que :

- i) les investisseurs ne se rendent pas compte que la loi ne leur donne pas toujours de recours contre les vendeurs, contrairement à ce qui serait le cas dans un placement direct si les vendeurs étaient considérés comme des « porteurs dont les titres ont été placés »;
- ii) les vendeurs ne fournissent pas de déclarations à propos de l'information figurant dans le prospectus dans des situations où nous les jugerions appropriées;
- iii) l'information fournie dans le prospectus à propos des déclarations, des garanties et des restrictions connexes fournies par les vendeurs dans le contrat de vente ne soit ni suffisamment détaillée ni exposée assez clairement pour que les investisseurs comprennent la responsabilité contractuelle des vendeurs;
- iv) les déclarations et garanties des vendeurs ne traitent pas adéquatement de la

possibilité que les investisseurs perdent les droits et recours que la législation en valeurs mobilières leur offrirait dans le cadre d'un placement direct.

4.4.3

Information à fournir au sujet de la responsabilité des vendeurs

Vu les préoccupations exprimées au point 4.4.2, nous nous attendons à ce que tout prospectus relatif à un placement indirect dans lequel une partie du produit est versée aux vendeurs :

- i) indique clairement que les investisseurs peuvent ne pas avoir de recours direct contre les vendeurs pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus, à moins que les vendeurs ne soient promoteurs ou administrateurs de l'émetteur ou qu'ils ne soient tenus de signer le prospectus;
- ii) décrive en détail les déclarations et garanties contenues dans le contrat de vente, ainsi que les indemnités prévues par celui-ci (y compris les restrictions importantes connexes), de même que les négociations (parties y compris); cette information doit être résumée dans le sommaire;
- iii) indique que le contrat de vente est un contrat important et recommande aux investisseurs de le lire pour connaître les déclarations et garanties des vendeurs, les indemnités qu'ils ont convenu de payer et les restrictions connexes;
- iv) indique les mesures prises pour offrir aux investisseurs des droits et des recours contre les vendeurs en remplacement de ceux offerts par la législation en valeurs mobilières dans le cadre d'un placement direct.

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

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

Nous nous attendons à ce que le résumé des stipulations du contrat de vente indique clairement la portée de l'engagement des vendeurs (en termes d'indemnités) à respecter leurs déclarations et les garanties fournies à l'émetteur.

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

4.4.4

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

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

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

- i) certains vendeurs (les « vendeurs actifs ») présentant les caractéristiques suivantes :
 - ils avaient une influence importante sur le contrôle de la société en exploitation avant le placement et participaient au placement et (ou) à la direction ou à la supervision de la direction de la société en exploitation avant le placement;
 - ils avaient une influence (soit seuls, soit avec d'autres) sur le placement;
 - ils étaient membres de la haute direction de la société en exploitation;vendaient à l'émetteur une part non négligeable de leur participation dans la société en exploitation à la fin du placement mais :
 - a. ne signaient pas le prospectus de l'émetteur à titre de promoteurs;
 - b. ne faisaient pas dans le contrat d'achat de déclaration à propos de l'information figurant dans le prospectus;
- ii) l'obligation du vendeur d'indemniser l'émetteur si la déclaration à propos de l'information figurant dans le prospectus était fausse était limitée à un montant inférieur au produit touché par le vendeur en contrepartie de sa participation dans la société en exploitation ou limitée par une franchise ou un autre seuil empêchant de réclamer des indemnités si le montant des réclamations (séparément ou en totalité) est inférieur à un certain niveau ;
- iii) la responsabilité pour l'information utilisée en vue du placement était indûment limitée, eu égard à la nature de l'investissement du vendeur, car le délai pendant lequel il était possible de poursuivre ce dernier pour fausse déclaration était nettement plus court que celui pendant lequel on peut poursuivre l'émetteur pour présentation d'information fausse ou trompeuse dans le prospectus.

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

Les ACVM conviennent qu'il peut y avoir une limite aux indemnités que certains vendeurs peuvent payer et au délai pendant lequel on peut réclamer ces indemnités. Pour déterminer si les vendeurs ont assumé une juste responsabilité (directement ou indirectement) pour l'information utilisée en vue du placement, nous évaluerons

généralement l'ensemble des déclarations, garanties et indemnités offertes par les vendeurs en tant que groupe, au lieu d'évaluer chaque élément ou vendeur séparément. Nous estimons que cette façon de faire est conforme aux réalités commerciales en fonction desquelles les parties à ces opérations répartissent les risques et les avantages.

PARTIE 5 DOCUMENTS PROMOTIONNELS

5.1 Préoccupations relatives aux documents promotionnels

Les personnes inscrites sollicitent souvent les investisseurs pendant la « période d'attente » qui s'étend entre le visa du prospectus provisoire et celui de la version définitive, et pendant la période suivant le visa de la version définitive et la fin du premier appel public à l'épargne. En plus de la distribution du prospectus provisoire (ou de la version définitive, si elle est disponible) aux investisseurs éventuels, ce processus entraîne souvent la distribution de documents (comme des cahiers verts) aux courtiers inscrits et aux membres des syndicats de prise ferme. L'information figurant dans ces documents est généralement une version simplifiée de celle qui figure dans le prospectus et doit s'y limiter (sauf pour ce qui est de l'information sur les modalités de base de placements analogues et de l'information générale sur le marché, qui ne sont pas propres à l'émetteur).

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

Dans le domaine des placements de fiducies de revenu, le terme « rendement » désigne généralement le rendement obtenu au bout d'un an (exprimé en pourcentage du prix de souscription des parts), si les montants que la fiducie de revenu entend verser aux porteurs en vertu de sa politique de distribution sont réellement versés.

5.2 Information à fournir dans les cahiers verts

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

Nous craignons également que la présentation d'un rendement dans les documents promotionnels ne soit une source de confusion, parce que le rendement n'est généralement pas indiqué dans le prospectus. Si les documents promotionnels indiquent un rendement, nous nous attendons à ce qu'ils renvoient à l'information figurant dans le prospectus (et notamment à l'encaisse distribuable pro forma). Nous nous attendons en particulier à ce que toute indication du rendement dans les documents promotionnels de la fiducie de revenu indique également la proportion de l'encaisse distribuable pro forma (selon le prospectus) que ce rendement représenterait.

De plus, si les documents évoquent les économies d'impôt (comme les remboursements de capital) que les versements permettent de réaliser, nous nous attendons à ce que l'information à ce sujet soit claire et, dans la mesure du possible, chiffrée. Par exemple, il

faudrait indiquer clairement la portion estimative des versements qui sera à imposition différée pendant la période prévisible, ainsi que les conséquences fiscales, au besoin en faisant des renvois.

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

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

PARTIE 6 GOUVERNANCE

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

Nous nous attendons à ce que les émetteurs indiquent dans le prospectus comment ils entendent se conformer aux textes suivants ou aux textes qui les remplacent (noter que les textes ne sont pas en vigueur dans tous les territoires) :

- a) projet de *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*;
- b) projet de *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*;
- c) projet d'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*;
- d) projet de *Règlement 58-101 sur l'information concernant les pratiques de gouvernance*.

Les émetteurs consulteront les dispositions suivantes des textes susmentionnés ou les instructions connexes en ce qui concerne les fiducies de revenu et les structures analogues :

- a) partie 4 de l'Instruction générale relative au projet de *Règlement 52-109 sur l'attestation de l'information présentée dans les documents annuels et intermédiaires des émetteurs*;
- b) article 1.2 de l'Instruction générale relative au projet de *Règlement 52-110 sur le comité de vérification*;
- c) l'article 1.2 du projet d'*Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance*.

6.2 Autres préoccupations concernant le droit des sociétés

Nous craignons que les porteurs de parts de fiducies de revenu ne jouissent pas des mêmes protections, droits et recours que les actionnaires d'une société par actions. Nous recommandons par conséquent que les émetteurs inscrivent la mention suivante à l'intention des porteurs :

Les porteurs de parts de la fiducie jouissent essentiellement des mêmes protections, droits et recours que ceux dont jouissent les actionnaires en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*. Ces protections, droits et recours sont prévus dans [acte de fiducie en date du ***].

OU

Les porteurs de parts de la fiducie jouissent essentiellement des mêmes protections, droits et recours que ceux dont jouissent les actionnaires en vertu de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, sauf : [indiquer les protections, droits et recours exclus.] Les protections, droits et recours sont prévus dans [acte de fiducie en date du ***].

Nous notons également que la législation sur les sociétés, par exemple l'article 21 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*, prévoit un mécanisme permettant à une personne qui souhaite faire une offre en vue d'acquérir les actions d'une société d'en demander la liste des actionnaires. Nous pourrions, conformément à l'*Avis 62-202 relatif aux mesures de défense contre une offre publique d'achat*, examiner le cas d'une fiducie de revenu qui, par mesure de défense, refuserait de fournir une telle liste à une personne qui en ferait la demande en vertu de la loi précitée.

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

PART 1 INTRODUCTION

1.1 What is the purpose of the policy?

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

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

This policy provides guidance and clarification by all jurisdictions represented by the CSA. Although the primary focus of this policy is on income trusts, we believe that much of the guidance and clarification that we provide is useful for other indirect offering structures. As well, the principles can apply more generally to issuers that offer securities which entitle holders of those securities to the net cash flow generated by the issuer's business or its properties. We provide guidance about prospectus disclosure and prospectus liability to minimize situations where staff might recommend against issuance of a receipt for a prospectus where it would appear that the offering may be contrary to the public interest due to insufficient disclosure, structure of the offering, or a combination of the two.

Although the main focus of this policy is on the income trust structure in the context of public offerings, these principles also apply to income trust structures in other contexts, such as the reorganization of a corporate entity into a trust. Although an offering document is not prepared in a reorganization, we expect that the information circular provided to relevant security holders, and that contains prospectus-level disclosure, will follow the principles set out in this policy. The principles that we describe also apply to income trusts in the fulfillment of their ongoing continuous disclosure obligations. In addition, when we are determining whether to grant exemptive relief to an income trust issuer in connection with a reorganization or other similar transaction, we will consider the principles described in Part 3 of this policy.

1.2 What do we mean when we refer to an income trust in this policy?

When we refer to an income trust or issuer in this policy, we are referring to a trust or other entity (including corporate and non-corporate entities) that issues securities which entitle the holder to net cash flows generated by: (i) an underlying business owned by the

trust or other entity, or (ii) the income-producing properties owned by the trust or other entity. This includes business income trusts, real estate investment trusts and royalty trusts. In our view, this does not include an entity that falls within the definition of “investment fund” contained in proposed *Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure*, or an entity that issues asset-backed securities or capital trust securities.

1.3 What is an operating entity?

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

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

1.4 How is an income trust structured?

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

An income trust focuses on the ownership and management of assets of the operating entity.

Often the pre-offering owners (referred to as owners or vendors) of the operating entity (or its predecessors) sell less than their entire interest in the operating entity to the income trust. Through their retained ownership interest, the vendors have a role in what the distributions of the operating entity’s net income will be.

1.5 What is an income trust offering?

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

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

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

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

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

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

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

PART 2 PROSPECTUS DISCLOSURE

We describe below certain unique attributes of income trusts that we expect to be included in prospectus disclosure. We recommend that these attributes, and the offering generally, be described in a simple, clear and readable manner to ensure that investors understand the nature of their investment.

A. Distributable cash

2.1 What is distributable cash?

Distributable cash generally refers to the net cash generated by the income trust's businesses or assets that is available for distribution, at the discretion of the income trust, to the income trust's unitholders. The cash that is available to an income trust for distribution per unit varies with the operating performance of the income trust's business or assets, its capital requirements, and the number of units outstanding.

2.2 Does an income trust's distributable cash provide an investor with a consistent rate of return?

No. In many ways, investing in an income trust is more like an investment in an equity security rather than in a debt security. A fundamental characteristic that distinguishes income trust units from traditional fixed-income securities is that the income trust does not have a fixed obligation to make payments to investors. In other words, it has the ability to reduce or suspend distributions if circumstances warrant (see section 2.3 below for further details). The trust's ability to consistently make distributions to unitholders will fluctuate depending on the operations of the operating entity or the performance of the income trust's assets (such as income-producing real estate properties or oil- and gas-producing properties).

Unlike an issuer of a fixed-income security, an income trust does not promise to return the initial purchase price of the unit bought by the investor on a certain date in the future. Investors who choose to liquidate their holdings would generally do so by selling their unit(s) in the market at the prevailing market price.

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

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

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

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

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

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

It is important for you to consider the particular risk factors that may affect the industry in which you are investing, and therefore the stability of the distributions that you receive. See, for example, ***, under the section "Risk Factors". [insert specific cross-reference to principal factors that could affect the predictability of

cash flow to unitholders.] This section also describes the issuer's assessment of those risk factors, as well as the potential consequences to you if a risk should occur.

The after-tax return from an investment in units to unitholders subject to Canadian income tax can be made up of both a return on and a return of capital. That composition may change over time, thus affecting your after-tax return. [If a forecast has been prepared, include specific disclosure about the estimated portion of the investment that will be taxed as a return on capital and the estimated portion that will be taxed as return of capital.] Returns on capital are generally taxed as ordinary income or as dividends in the hands of a unitholder. Returns of capital are generally tax-deferred (and reduce the unitholder's cost base in the unit for tax purposes).

B. Distributable cash – non-GAAP measures

2.5 What disclosure do we expect about the income trust's estimate of its distributable cash?

We remind issuers to refer to the guidelines contained in CSA Staff Notice 52-306, *Non-GAAP Financial Measures*.

C. Material debt

2.6 Why are we concerned about material debt?

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

2.7 What disclosure do we expect about material debt?

We expect the principal terms of the material debt to be included in the income trust's prospectus. This would include the following information about the debt:

- (a) the principal amount and the anticipated amount to be outstanding when the offering is closed,
- (b) the term and interest rate (including whether the rate is fixed or floating),
- (c) the term at which the debt is renewable, and the extent to which that term could have an impact on the ability to distribute cash,
- (d) the priority of the debt relative to the securities of the operating entity held by the income trust,
- (e) any security granted by the income trust to the lender over the operating entity's assets, and
- (f) any other covenant(s) that could restrict the ability to distribute cash.

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

We consider that in most cases, agreements relating to the material debt that have been negotiated with a lender other than the income trust, will be material contracts if terms of those agreements have a direct correlation with the anticipated cash distributions. For example, distributions from the operating entity to the income trust may be restricted if the operating entity fails to maintain certain covenants under a credit agreement. If the agreement contains terms that have a direct correlation with the anticipated cash distributions, and will be entered into on or about closing, we expect it to be listed as a material contract in the prospectus. We also expect a copy of the material agreement to be filed on SEDAR upon its execution.

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

Yes. We expect the income trust to include a separate risk factor about the material debt in the income trust's prospectus. We recommend that the risk factor include a discussion of the following points:

- (a) the need for the borrower to refinance the debt when the term of that debt expires,
- (b) the potential negative impact on distributable cash if the debt is replaced by new debt that has less favourable terms,
- (c) the impact on distributable cash if the borrower cannot refinance the debt, and
- (d) the fact that distributions from the operating entity to the income trust may be restricted if the borrower fails to maintain certain covenants under the credit agreement (such as a failure to maintain certain customary financial ratios).

D. Stability ratings

2.10 What is a stability rating?

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

2.11 Does an income trust need to obtain a stability rating?

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

We believe that choosing to invest in income trust units is, in substance, a decision to purchase the cash flow generated by the operating entity. The presentation of distributable cash in an income trust prospectus is often the best measure available to an investor of the issuer's potential to generate and distribute cash. However, we are concerned that the use of non-GAAP measures by income trust issuers makes it difficult or impossible for investors to compare income trusts. Therefore, it is difficult to compare

the risk of investing in one income trust relative to the risk of investing in another. We believe that stability ratings can supplement the presentation of distributable cash in the prospectus to provide an independent opinion on the ability of an income trust to meet its distributable cash targets consistently over a period of time relative to other rated Canadian income trusts within a particular sector or industry.

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

If an income trust has received a stability rating, we expect the rating to be described on the cover page of the prospectus. We expect the income trust to include disclosure about the rating in accordance with section 10.8 of Schedule 1, *Information Required in a Prospectus* to regulation entitled Policy Statement n°Q-28, *General Prospectus Requirements* (or its successor), to section 10.8 of Ontario Securities Commission Form 41-501F1 *Information Required in a Prospectus* (or its successor), or section 8.7 of Form 44-101F3 *Short Form Prospectus* (or its successor). We recommend that this disclosure explain that a rating measures an income trust's stability relative to other rated Canadian income trusts within a particular sector or industry. We also remind issuers of their statutory obligation to make timely disclosure of any material change in their affairs, which would include any change in a stability rating that constitutes a material change.

E. Determination of unit offering price

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

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

F. Executive compensation

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

We believe that the executive compensation of the operating entity's executives is important information for investors. We expect the income trust to provide that information in its prospectus as if the operating entity is a subsidiary of the income trust at the time that a receipt for the prospectus is issued. We also remind issuers of their obligation under securities legislation to provide unitholders with executive compensation disclosure on an ongoing basis.

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

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

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

We expect the material contracts and plans referred to in section 2.15 to be filed on SEDAR. If those material contracts and plans have not been finalized before filing the prospectus, we expect the income trust to provide an undertaking from the income trust and the operating entity to the securities regulatory authorities that those contracts and plans will be filed as soon as practicable after execution. We also remind issuers of their statutory obligation to make timely disclosure of any material change in their affairs, which would include any change in executive compensation that constitutes a material change.

G. Risk factors

2.17 General

We remind issuers of their obligation to disclose all relevant risk factors relating to the offering in the prospectus. We recommend that the description include the principal factors related to this specific offering that could affect the predictability of cash flow distributions to unitholders. We also recommend that issuers assess the likelihood of a risk occurring as well as the potential consequences to a unitholder if a risk should occur. Relevant risk factors can include risks relating to the operating entity business, the potential inapplicability to unitholders of certain corporate law rights and remedies, the potential inapplicability of insolvency and restructuring legislation in the trust context, and other factors relevant to income trusts and other indirect offerings that we have described in this policy.

PART 3 CONTINUOUS DISCLOSURE

Reporting obligations relating to the operating entity

3.1 What continuous disclosure do we expect about the operating entity?

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

To the extent the securities legislation in some CSA jurisdictions is ambiguous about whether the disclosure described above about the operating entity is required by a reporting issuer that is an income trust or other non-corporate entity, we expect the issuer to file an undertaking with the regulatory authorities prior to receiving a receipt for a prospectus. We expect the undertaking to provide that while the issuer is a reporting issuer:

- (i) in complying with its reporting issuer obligations, the income trust will treat the operating entity as a subsidiary of the income trust; however, if generally accepted accounting principles prohibit the consolidation of financial information of the operating entity and the income trust, we expect that, for as long as the operating entity (including any of its significant business interests) represents a significant asset of the income trust, the income trust will provide unitholders with separate financial statements for the operating entity (including information about any of its significant business interests), and
- (ii) the income trust will annually certify that it has complied with this undertaking, and file the certificate on SEDAR concurrently with the filing of its annual financial statements.

We recognize that there are circumstances where the income trust does not have direct access to the operating entity's financial information. For example, in situations where the income trust holds less than a 50% interest in an operating entity, it may be difficult for the income trust to have direct access to that operating entity's financial information. In those types of scenarios, we expect the income trust to ensure that it can follow the guidance described in this section 3.1 either through terms of the acquisition agreement or otherwise.

3.2 Comparative financial information

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

For those acquisitions accounted for by the purchase method, we expect income trusts to provide comparative financial information for the predecessor business in their interim and annual MD&A. Examples of relevant comparative information would include, but would not be limited to, the following:

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

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

Where an issuer may believe that providing comparative information would not be appropriate, such as in certain situations where the income trust is formed as a result of multiple acquisitions, we encourage the issuer to engage in discussions with the relevant

securities regulatory authority(ies) prior to filing the applicable continuous disclosure document(s).

3.3 Recognition of intangible assets

We remind income trust issuers that GAAP requires the appropriate recognition of all intangible assets on acquisitions to be accounted for under the purchase method. We encourage income trusts to provide a description of the method used to value the intangible assets in the offering document, so that investors may assess the objectivity of the valuation process.

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

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

To the extent the securities legislation in certain CSA jurisdictions is ambiguous about whether insiders of the operating entity are also insiders of the income trust or other non-corporate entity, that issuer is expected to file an undertaking with the regulatory authorities prior to receiving a receipt for a prospectus. We expect the undertaking to provide that for so long as the income trust is a reporting issuer, the income trust will take the appropriate measures to require each person who would be an insider of the operating entity if the operating entity were a reporting issuer to: (i) file insider reports about trades in units of the income trust (including securities which are exchangeable into units of the trust), and (ii) comply with statutory prohibitions against insider trading. The income trust is expected to annually certify in the certificate described in section 3.1(iii) above that it has complied with this undertaking.

We are concerned that additional persons that may possess material undisclosed information about the income trust may: (i) not fall within the definition of “insider” (as that term is defined in applicable securities legislation) or (ii) not be caught by the undertaking. As a result, there may be situations where we will request that additional undertakings be provided. The income trust will need to obtain the contractual commitments from the persons and entities in order to comply with these undertakings.

Recent amendments to securities legislation in Alberta deem insiders of operating entities and management companies to be insiders of the income trust. Until similar clarifications are adopted in other jurisdictions, we will continue to expect income trusts to provide the undertaking described above.

3.5 Management’s discussion and analysis (MD&A)

3.5.1 Risks and uncertainties

We recommend that an income trust disclose, in its interim and annual MD&A, the specific risks and uncertainties relating to the operations of the underlying operating entity or the income trust’s assets, as applicable, and the potential impact of those risks and uncertainties on future distributions of the income trust.

3.5.2

Discussion of distributed cash

Although most income trusts intend to make distributions of their available cash to unitholders, these cash distributions are not assured. The actual amount distributed depends on numerous factors, including the operating entity's financial performance, debt covenants and obligations, working capital requirements and future capital requirements. It is important for unitholders to have information about the distributed cash that they receive, including whether the issuer borrowed amounts to finance the distribution, and whether distributions include amounts other than a return on capital. We therefore recommend that an issuer disclose in its interim and annual MD&A: (i) the source(s) of funding for distributions made in the current period to unitholders (such as cash generated by operations, borrowed funds, etc.), (ii) the breakdown between return on and return of capital for distributed cash, if available, and (iii) where applicable, a comparison between the expected distributable cash figure disclosed in the initial public offering document or circular, as applicable, and actual distributed cash.

PART 4

PROSPECTUS LIABILITY

4.1

What is the regulatory framework?

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

Although the prospectus serves a role in marketing securities, from a regulatory perspective, it is also a disclosure document that can give rise to liability. To provide discipline on prospectus disclosure, and to protect the integrity of the Canadian public markets, securities legislation imposes liability on certain persons involved in a public offering for any misrepresentation (as defined in applicable securities legislation) in a prospectus. Specifically, where a prospectus contains a misrepresentation, investors have the right to either rescind their purchases or to claim damages from the issuer or selling security holder that sold the securities, every director of the issuer, any promoters of the issuer, the underwriter(s) and certain other parties. Each of those parties (including each selling security holder) is jointly and severally liable for the damages experienced by investors as a result of the misrepresentation(s). We note that although "selling security holder" is not defined under applicable securities laws, the term is generally considered to mean persons who are selling securities of the class being distributed under the prospectus.

4.2

How does the regulatory framework about prospectus liability apply to indirect offerings?

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

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

With respect to prospectus liability, what is different in the context of an indirect offering is that the former owners of the operating entity (referred to as vendors) who sell their

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

4.3 Promoter liability

4.3.1 What is the meaning of promoter?

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

4.3.2 What constitutes the “business” of the income trust issuer?

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

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

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

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

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

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

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

4.4 Contractual accountability

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

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

4.4.2 What are our concerns about the application of the regulatory framework to indirect offerings?

We are concerned that:

- (i) investors in indirect offering structures may not appreciate that there is not always a statutory right of action against the vendors as there would be in a direct offering if the vendors were considered "selling security holders",
- (ii) prospectus representations may not be given by vendors in circumstances where we would consider those representations to be appropriate,
- (iii) prospectus disclosure of the vendors' representations and warranties, and limitations, in the acquisition agreement may not be sufficiently detailed or clearly set out to permit investors to understand the vendors' contractual accountability, and

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

4.4.3

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

To address the concerns described in section 4.4.2, we expect prospectuses relating to indirect offerings, where part of the proceeds are being paid to vendors, to:

- (i) include a clear statement that investors may not have a direct statutory right of action against each vendor for a misrepresentation in the prospectus unless that vendor is a promoter or director of the issuer, or is otherwise required to sign the prospectus,
- (ii) include a detailed description of the vendors' representations, warranties and indemnities contained in the acquisition agreement (and any significant related limitations) and details about the negotiations (including the parties involved), together with a summary of these items in the summary section of the prospectus,
- (iii) identify the acquisition agreement as a material contract and provide disclosure advising investors to review the terms of the acquisition agreement for a complete description of the vendors' representations, warranties and indemnities, and related limitations, and
- (iv) identify what measures have been implemented to provide investors with rights and remedies against the vendors in lieu of those afforded by securities legislation in a direct offering.

We also expect the summary of the relevant acquisition agreement provisions to include clear disclosure about the following:

- (i) the aggregate cash proceeds being paid to the vendors for the sale of their operating entity interests,
- (ii) the nature of the representations and warranties provided by the vendors, including any significant qualifications, and specifically whether a prospectus representation is provided,
- (iii) the period of time that the representations and warranties will survive after closing,
- (iv) any monetary limits on the vendors' indemnity obligations, and
- (v) any other limitations on, or qualifications to, the vendors' indemnity obligations.

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

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

4.4.4

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

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

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

- (i) certain vendors (active vendors), such as:
 - vendors that affect materially the control of the operating entity prior to the offering, and are involved in the offering process and/or the management or supervision of management of the operating entity prior to the offering,
 - vendors that influence (whether alone or in conjunction with others) the offering process, and
 - members of senior management of the operating entitysell a substantial portion of their interest in the operating entity to the issuer on closing but do not
 - a. sign the issuer's prospectus as promoter, or
 - b. provide a prospectus representation in the acquisition agreement;
- (ii) a vendor's obligation to indemnify the issuer if the prospectus representation is untrue is limited to an amount less than the proceeds received by the vendor from the sale of the vendor's interest in the operating entity or is subject to a deductible or other threshold that precludes claims against the vendors that are not, individually or in the aggregate, above a certain value; and
- (iii) the vendor's responsibility for the information on which the offering is based is reduced unduly, having regard to the nature of the vendor's investment, as a result of the period during which claims may be asserted against the vendor for an untrue prospectus representation being significantly below the period in which claims may be asserted against the issuer for a prospectus misrepresentation.

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

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

approach is consistent with the commercial realities within which the parties to those transactions allocate the risks and rewards of the transactions.

PART 5 SALES AND MARKETING MATERIALS

5.1 What are our concerns about sales and marketing materials?

Registrants often solicit interest from potential investors during the “waiting period” between the issuance of a receipt for a preliminary prospectus and the issuance of a receipt for the prospectus, and in the period following the receipt for the prospectus until the primary distribution is completed. Along with the distribution of the preliminary prospectus (or prospectus, if then available) to potential investors, that process often involves the preparation and distribution of materials (such as green sheets) for the benefit of registered salespersons and banking group members. The information included in those materials is typically a simplified version of the disclosure in the prospectus, and must be limited to information included in, or directly derivable from the prospectus (the exceptions are information about the basic terms of comparable offerings and general market information not specific to the issuer).

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

“Yield” is generally used in the context of income trust offerings to refer to the return that would be generated over a one-year period, as a percentage of the offering price of the units, if the amounts intended to be distributed by the income trust according to its distribution policy are so distributed.

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

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

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

In addition, if reference is made to tax efficiencies that may be realized on distributions (such as returns of capital to investors), we expect that disclosure to be clear and, to the extent practical, quantified. For example, the estimated tax-deferred portion of distributions for the foreseeable period, and the tax implications, should be clearly stated or cross-referenced.

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

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

PART 6 CORPORATE GOVERNANCE

6.1 CEO/CFO certification, audit committees, and effective corporate governance

We expect issuers to provide prospectus disclosure about how they will comply with the following texts or their successors (note that these are not in force in all jurisdictions):

- (a) Proposed *Regulation 52-109 respecting Certification of Disclosure in Issuers' Annual and Interim Filings*,
- (b) Proposed *Regulation 52-110 respecting Audit Committees*,
- (c) Proposed *Policy Statement 58-201 to Corporate Governance Guidelines*, and
- (d) Proposed *Regulation 58-101 respecting Disclosure of Corporate Governance Practices*.

We remind issuers to look to the following sections of the above-noted texts, or the related policy statements for specific guidance about income trusts and other similar structures:

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

6.2 Broader corporate law concerns

We are concerned that a unitholder in an income trust may not be afforded the same protections, rights and remedies as a shareholder in a corporation. We therefore recommend that issuers provide the following disclosure to unitholders:

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

OR

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

rights and remedies available to a unitholder are contained in the [trust indenture, dated ***].

We further note that corporate legislation such as section 21 of the *Canada Business Corporations Act* provides a mechanism for persons to request a shareholder list for the purpose of making an offer to acquire securities of a corporation. We may review an income trust's refusal to provide a unitholders' list as a defensive tactic, as discussed in Notice 62-202 –relating to Take-Over Bids - Defensive Tactics if a potential offeror follows steps similar to those outlined in section 21 of the *Canada Business Corporations Act* in requesting a unitholders' list.