

NORTHWATER

**Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus}
30 juin 2005
Rapport du deuxième trimestre**





HISTORIQUE

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie libellés en dollars canadiens de la période du 25 février 2005, date du début des activités, au 30 juin 2005 sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

| | |
|--|----|
| Message du conseiller en placement aux porteurs de parts | 2 |
| Rapport de gestion | 5 |
| Responsabilité de la direction | 20 |
| États financiers non vérifiés | 21 |
| Northwater Capital Management Inc. | 39 |

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est un fonds à capital fixe qui investit dans un portefeuille diversifié et équilibré composé de parts des 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la cote de la Bourse de Toronto. La Fiducie offre également une exposition à effet de levier à 100 % au fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de Northwater. Les parts de la Fiducie sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NTP.UN. Pour le deuxième trimestre de 2005, la Fiducie a affiché un rendement de 5,50 %. Pour cette même période, l'indice de rendement total plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX a progressé de 6,19 %, l'indice composé TSX a gagné 3,58 % et l'indice S&P 500, de 1,37 %. La Fiducie a versé des distributions de 0,24 \$ par part au cours du trimestre.

Le portefeuille équilibré de la Fiducie composé de parts des 75 plus importantes fiducies de revenu canadiennes a eu une incidence positive d'environ 7,01 % sur le rendement trimestriel, en raison d'une hausse des cours des fiducies et d'une baisse des rendements. La fermeté des marchés énergétiques, la baisse des rendements obligataires à cinq ans et à dix ans et une forte croissance de l'économie sont tous des facteurs ayant contribué à la demande soutenue des fiducies de revenu et au rendement positif dégagé par le portefeuille.

Dans l'ensemble, le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de Northwater a affiché des rendements tempérés au deuxième trimestre. Les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles et d'arbitrage sur la structure du capital ont subi des pertes, mais les stratégies d'arbitrage sur titres de sociétés visées par des fusions et d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ont grandement contribué au rendement du portefeuille.

Les États-Unis ont resserré leur politique monétaire; le Federal Open Market Committee des États-Unis a relevé à deux reprises pendant le deuxième trimestre le taux des fonds fédéraux pour le porter à 3,25 %. Malgré la hausse des taux à court terme, les rendements à long terme sont restés à des niveaux relativement faibles, ce qui a contribué à l'aplatissement continu de la courbe de rendement. Plus particulièrement, le taux canadien de swap à cinq ans est passé de 4,01 % à 3,40 % au deuxième trimestre. Les grands marchés boursiers ont enregistré de modestes gains au cours du deuxième trimestre, car les investisseurs ont fait fi de la hausse du prix de l'énergie à la lumière de l'annonce, contre toute attente, de bonnes nouvelles économiques et de solides bénéfices des sociétés. Les principaux indicateurs économiques, y compris la

confiance des consommateurs et la création d'emplois, ont été favorables et viennent appuyer les prévisions de forte croissance de l'économie américaine en 2005. Le prix des biens immobiliers a poursuivi son extraordinaire ascension, accroissant du même coup les craintes de surévaluation.

Avril et mai ont été des mois volatils sur le marché de la dette; la cote des titres d'emprunt de General Motors et de Ford a été ramenée au niveau des obligations de pacotille, ce qui a causé une poussée des écarts de crédit et un éclatement des corrélations prévues pour les produits de financement structuré. Toutefois, la contagion sur les marchés des dérivés sur crédit ne s'est que très peu propagée aux autres catégories d'actifs. Le prix du pétrole brut léger a franchi la barre des 60 \$ aux États-Unis en juin, en raison de l'engorgement de l'offre, de la capacité de raffinage inadéquate et de faits nouveaux défavorables sur le plan politique au Nigéria et au Moyen-Orient. Sur les marchés du change, les solides données économiques américaines, le résultat négatif des référendums sur la constitution européenne tenus aux Pays-Bas et en France ainsi que l'impasse budgétaire de l'Union européenne ont poussé le dollar américain à la hausse en regard de l'euro.

La piètre performance des gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres convertibles est attribuable aux fortes ventes d'obligations convertibles et à la baisse de la volatilité prévue à long terme. L'arbitrage sur titres à revenu fixe a connu des faiblesses en juin, le contexte difficile du premier trimestre ayant continué de prévaloir. Les marchés obligataires ont affiché une volatilité moindre, avec quelques reprises. La stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie a également une incidence défavorable sur le rendement en raison des conditions climatiques anormales qui ont prévalu en Europe.

Bien que les nouvelles occasions de placement se soient faites rares au chapitre des titres en difficulté, une exposition sélective à des titres en difficulté opérationnelle a permis de dégager de solides rendements au cours du trimestre. La stratégie d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières a continué de contribuer fortement aux résultats, du fait que les écarts sont demeurés minces et ont offert des possibilités de prise de profits. Les stratégies d'arbitrage de titres visés par une fusion et les stratégies événementielles connexes ont également affiché un bon rendement, par suite de la réalisation d'opérations en situation spéciale découlant de mesures touchant la structure d'entreprise telles que les opérations sur valeur résiduelle de sociétés de portefeuille, les scissions-distributions et les restructurations de capital.

Au deuxième trimestre, Northwater a continué d'investir activement le produit de l'émission; des fonds ont été investis dans sept nouveaux fonds. Northwater continue de mettre l'accent sur l'amélioration du portefeuille en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en se concentrant sur des stratégies à rendement peu réactif au marché qui permettent de dégager des rendements ajustés en fonction du risque solides et conformes aux objectifs de placement.



DANIEL C.R. MILLS, CFA
Administrateur délégué et
directeur des placements



DAVID S. FINCH, CFA
Vice-président

Le 25 juillet 2005

RAPPORT DE GESTION

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est gérée par Northwater Fund Management Inc. (le « gérant »). Aux termes de l'acte de fiducie, le gérant assume la gestion des activités de la Fiducie, administre la Fiducie et supervise le portefeuille de la Fiducie. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») a été retenue par le gérant pour donner des conseils en placement et pour gérer le portefeuille de la Fiducie conformément aux objectifs de cette dernière en matière de placement. Dans l'exercice de ses fonctions, le gérant doit veiller à la mise en place de contrôles, de procédures et de systèmes d'information appropriés pour s'assurer que l'information utilisée à l'interne et fournie aux porteurs de parts est complète et fiable. Le gérant prend cette fonction au sérieux et il estime que les contrôles, procédures et systèmes mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

Tous les montants qui figurent dans le présent rapport sont présentés en dollars canadiens, à moins d'indication contraire.

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de la Fiducie sont les suivants :

1. Distributions mensuelles : Assurer aux porteurs de parts des distributions mensuelles en espèces composées des distributions reçues par la Fiducie sur le portefeuille de fiducies à revenu fixe, ainsi qu'une distribution annuelle supplémentaire de 3,5 % du prix d'émission initial des parts qui sera tirée du rendement du portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché;
2. Risque supplémentaire peu élevé : Réaliser un rendement amélioré grâce à l'exposition de la Fiducie au portefeuille de fiducies de revenu et au portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, tout en comportant un risque supplémentaire qui ne soit que légèrement supérieur au risque lié uniquement à un portefeuille de fiducies de revenu.

Il n'existe aucune assurance qu'un placement dans le Fonds dégagera un rendement positif à court ou à long terme.

La récente modification de la règle sur les biens étrangers pour les fiducies de retraite et les autres régimes de retraite à impôts reportés n'aura aucune incidence sur la Fiducie puisque les parts de la Fiducie ont toujours été admissibles à titre de bien canadien pour les REER et les FERR.

Stratégie de placement

La Fiducie a investi un montant égal au produit net du placement dans un portefeuille à pondération égale composé des 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto, classées selon la capitalisation boursière. Le portefeuille de fiducies de revenu sera rééquilibré au moins une fois l'an, à compter de février 2006, afin de tenir compte de l'évolution de la valeur de marché des titres, d'ajouter de nouvelles fiducies de revenu qui sont admissibles en date du rééquilibrage et de supprimer les fiducies de revenu qui ne sont plus admissibles.

La Fiducie est aussi entièrement exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché par l'entremise d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») conclu avec une banque canadienne (le « cocontractant »), dont la cote de solvabilité à long terme est AA-. Le contrat à terme assure à la Fiducie une exposition au rendement du Enhancement Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée établie en vertu des lois des îles Caïmans et dont le conseiller est le conseiller en placement. Pour s'assurer cette exposition, la Fiducie a investi une partie du produit net du placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de société ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »), qui a ensuite été vendu au cocontractant en vertu du contrat à terme. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été donné en garantie au cocontractant. La valeur de la Fiducie n'est pas touchée par le changement de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires puisque les gains et les pertes sont neutralisés grâce au contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est fondé sur son exposition au Fonds, par l'entremise du contrat à terme, et à la valeur des fiducies de revenu, grâce à ses placements directs.

Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture correspond à 100 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. Au 30 juin 2005, l'exposition réelle était de 95 %. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement fait appel à des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages qui découlent de la diversification et de réduire la volatilité prévue. Rien ne garantit que la Fiducie obtiendra un solide rendement rajusté en fonction du risque.

La Fiducie a une facilité d'emprunt renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité d'emprunt prévu pour aider la Fiducie à mettre en place sa stratégie de placement ne doit pas dépasser 10 % du total de l'actif net de la Fiducie établi au moment de

l'emprunt. Des montants supplémentaires peuvent être empruntés aux termes de la facilité d'emprunt et être affectés au fonds de roulement, pourvu que le montant total des emprunts ne dépasse pas 15 % du total de l'actif de la Fiducie immédiatement après l'emprunt. Si, à un moment donné, l'encours aux termes de la facilité d'emprunt dépasse 20 % du total de l'actif de la Fiducie, le fiduciaire prendra les mesures nécessaires pour que la Fiducie vende des parts de fiducies de revenu et utilise le produit de la vente pour réduire la dette de sorte que le montant emprunté par la Fiducie ne dépasse pas 20 % du total de son actif. En cas de défaut de la part de la Fiducie aux termes de la facilité d'emprunt, il est prévu que le recours de la banque selon la facilité d'emprunt sera limité à l'actif de la Fiducie.

Le ratio de levier financier utilisé par la Fiducie pour effectuer ses placements s'établissait à 10 % au 30 juin 2005.

Procédé de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie sont validés par la mise en oeuvre d'un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller. La capacité du conseiller de procurer aux investisseurs un bon rendement est tributaire d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par le Fonds. En plus d'effectuer à l'interne toutes ses recherches sur les placements, le conseiller a également élaboré à l'interne ses logiciels de négociation, de gestion des risques et de comptabilité.

Le conseiller a élaboré un processus exclusif de sélection qui lui permet de se prononcer sur les choix de placements et de surveiller les fonds de couverture dans lesquels le portefeuille de fonds de couverture pourrait investir. Ce processus exclusif de sélection fait partie intégrante de la stratégie du conseiller visant à accroître la valeur au fil du temps et il comprend les étapes suivantes :

1. La création d'un ensemble à volets multiples de principes en matière de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes d'investissement ont évolué et continuent d'évoluer parallèlement à l'expérience qu'acquiert le conseiller en matière de placement dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et de gestion de stratégies complexes visant des instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie nécessaire à la gestion de stratégies peu réactives au marché et de stratégies d'instruments

dérivés de haute technicité. Le conseiller a réuni une équipe de professionnels en matière de placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de risques essentiels à la gestion d'un fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haute technicité.

3. Une recherche mondiale progressive de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes et aux critères en matière de placement du conseiller et du Fonds quant à la faible réactivité au marché et aux rendements élevés ajustés en fonction du risque. La recherche du conseiller vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une expertise dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes en matière de placement du conseiller et aux objectifs du Fonds.
5. L'utilisation de procédures quantitatives spécifiques qui font partie intégrante de la méthode d'investissement du conseiller, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de montage de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les essais de scénarios.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, notamment des évaluations du gestionnaire de fonds de couverture comportant des entrevues menées sur place, des évaluations mensuelles des portefeuilles et diverses références sectorielles. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire d'un fonds de couverture et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel d'un gestionnaire de fonds de couverture, son équipe de professionnels en placement et ses plans d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 13 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit généralement être réalisé avant que le conseiller ne recommande un placement. Ce processus comprend de nombreuses entrevues menées sur place par des professionnels en placement du conseiller, un rapport de contrôle préalable complet de la

stratégie et de l'exploitation, une révision juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds de couverture au portefeuille de fonds de couverture. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, de multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et une justification mensuelle du rôle du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller.

En outre, le conseiller en placement gère les portefeuilles de clients, autres que la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture, qui détiennent des placements dans des fonds de couverture, et il donne des conseils à ces clients. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises sous réserve des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller entre les portefeuilles des clients d'une manière qu'il juge équitable pour les clients dans les circonstances.

Le conseiller en placement a élaboré le processus et les systèmes de placement servant à la sélection, à l'exécution et à la surveillance des placements dans des fiducies de revenu détenus par la Fiducie et les utilise depuis plus de 16 ans dans la gestion de placements dans des fonds de couverture et de fonds indiciels pour le compte de clients institutionnels. Les processus et systèmes de placement du conseiller en placement visent à :

1. sélectionner les 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto;
2. exécuter les opérations d'achat de parts des fiducies de revenu et les comptabiliser adéquatement;
3. surveiller et enregistrer les distributions déclarées sur les placements dans des fiducies de revenu de la Fiducie;
4. surveiller et enregistrer les mesures d'entreprises (fractionnements d'actions, scissions-distributions, fusions, etc.) annoncées par les fiducies de revenu dans lesquelles la Fiducie investit; et
5. examiner, une fois l'an, les 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto et rééquilibrer le portefeuille par l'entremise de l'exécution et l'enregistrement d'opérations sur titres.

Le conseiller en placement ne gère pas de portefeuilles de clients, autres que la Fiducie, qui détiennent des placements dans des fiducies de revenu ni ne donne de conseils à de tels clients.

Portefeuille et activités de placement

La Fiducie détient directement un portefeuille largement diversifié composé des 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto, classées selon la capitalisation boursière. La liste complète des fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 30 juin 2005 figure dans l'état des titres en portefeuille. À compter de février 2006, la Fiducie équilibrera le portefeuille de fiducies de revenu tous les ans afin qu'au moment du rééquilibrage, les fiducies de revenu contenues dans le portefeuille aient une pondération égale.

Grâce au contrat à terme, la Fiducie est exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (auparavant, le portefeuille de fonds de couverture). Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller juge relativement inefficaces. Le conseiller est d'avis que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage et de rendement intéressantes.

Le portefeuille de fonds de couverture comporte des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles et, par le fait même, est assujéti aux risques spécifiques à ce type de stratégies de placement. Pour cette raison, le conseiller cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture en choisissant parmi 13 stratégies de placement différentes. Les fonds de couverture du Fonds, qui sont établis dans des territoires étrangers, préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) américains ou internationaux.

Au cours de la période de trois mois terminée le 30 juin 2005, le Fonds a investi dans 7 nouveaux fonds de couverture.

Pour la période du 25 février 2005 au 30 juin 2005, le portefeuille de fonds de couverture était investi dans 30 fonds de couverture.

Au 30 juin 2005, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de placements dans 30 fonds de couverture gérés par 29 gestionnaires employant 13 stratégies de couverture ou stratégies peu réactives au marché. Le conseiller est d'avis que la vaste gamme de fonds de couverture choisis favorise la diversification au moyen de laquelle le Fonds cherche à atteindre ses objectifs en matière de rendement ajusté en fonction du risque et de rendement peu réactif au marché.

Répartition de l'actif selon les secteurs des fiducies et la stratégie de placement

Le tableau suivant présente des renseignements sur le portefeuille de fiducies de revenu détenu par la Fiducie.

Exposition du portefeuille de fiducies de revenu

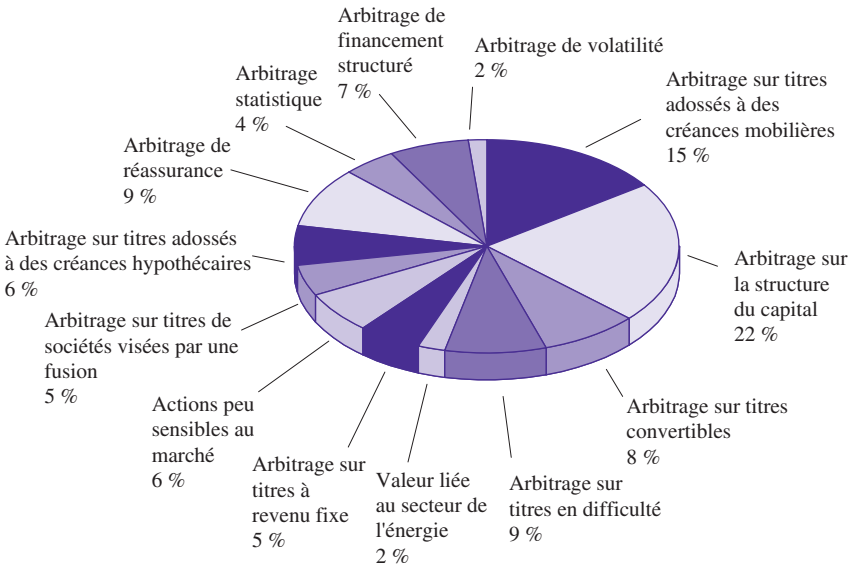
| <u>Secteur</u> | <u>30 juin 2005</u> | | |
|---|-------------------------------------|----------------------|--------------|
| | <u>Nombre de fiducies de revenu</u> | <u>Juste valeur</u> | |
| Fiducies commerciales | 24 | 9 304 472 \$ | 31 % |
| Fiducies du secteur de l'énergie | 26 | 10 075 164 | 34 % |
| Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines . . . | 11 | 4 453 189 | 15 % |
| Fonds de placement immobilier | 15 | 6 047 496 | 20 % |
| | <u>76</u> | <u>29 880 321 \$</u> | <u>100 %</u> |

Le tableau suivant présente des renseignements sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds auquel la Fiducie est exposée au moyen du contrat à terme.

Portefeuille de fonds de couverture

| <u>Stratégie</u> | <u>30 juin 2005</u> | | |
|--|--------------------------------------|---|--------------|
| | <u>Nombre de fonds de couverture</u> | <u>Juste valeur (en dollars américains)</u> | |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 4 | 3 269 671 \$ | 14 % |
| Arbitrage sur la structure du capital | 5 | 3 775 142 | 17 % |
| Arbitrage sur titres convertibles | 2 | 1 680 809 | 8 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 3 | 2 204 897 | 10 % |
| Valeur liée au secteur de l'énergie | 1 | 504 144 | 2 % |
| Arbitrage sur titres à revenu fixe | 2 | 1 308 869 | 6 % |
| Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion | 2 | 1 020 170 | 5 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires . . | 2 | 1 323 067 | 6 % |
| Multistratégie | 4 | 3 508 994 | 16 % |
| Arbitrage de réassurance | 2 | 2 042 843 | 9 % |
| Arbitrage de financement structuré | 3 | 1 612 915 | 7 % |
| | <u>30</u> | <u>22 251 521 \$</u> | <u>100 %</u> |

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 30 juin 2005. Les fonds de couverture multistratégies sont répartis dans plus d'une catégorie, pour refléter les différentes stratégies utilisées.



Le tableau suivant présente les placements les plus importants dans des fiducies de revenu par secteur en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2005.

| Secteur | 30 juin 2005 |
|---|--------------|
| Fiducies commerciales | 1,50 % |
| Fiducies du secteur de l'énergie | 1,55 % |
| Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines | 1,49 % |
| Fonds de placement immobilier | 1,43 % |

Le tableau qui suit présente la plus forte concentration de fonds par stratégie de placement en pourcentage de la valeur de l'actif net du Fonds au 30 juin 2005.

| <u>Stratégie</u> | <u>30 juin 2005</u> |
|---|---------------------|
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 5,41 % |
| Arbitrage sur la structure du capital | 5,85 % |
| Arbitrage sur titres convertibles | 4,28 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 5,24 % |
| Valeur liée au secteur de l'énergie | 2,20 % |
| Arbitrage sur titres à revenu fixe | 3,47 % |
| Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion | 2,29 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 3,53 % |
| Multi-stratégie | 6,70 % |
| Arbitrage de réassurance | 6,67 % |
| Arbitrage de financement structuré | 2,63 % |

Profil de risque

Le tableau qui suit présente des renseignements pour le trimestre terminé le 30 juin 2005 et pour la période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds qui, selon le conseiller en placement, sont pertinents.

| <u>Statistiques de la Fiducie</u> | <u>Depuis l'établissement du Fonds au 30 juin 2005</u> | |
|---|--|---|
| Nombre de rendements mensuels positifs | | 3 |
| Nombre de rendements mensuels négatifs | | 2 |
| Pourcentage des mois négatifs | | 40 % |
| Rendement moyen des mois négatifs | | -2,59 % |
| Rendement mensuel le plus bas | | -4,24 % |
| | <u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u> | <u>Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005</u> |
| <u>Statistiques des fonds de couverture</u> | | |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾ | 19 | 19 |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾ | 11 | 11 |
| Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾ | 3,59 % | 3,59 % |
| Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾ | 0,146 | 0,146 |

Notes :

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 juin 2005.

- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 juin 2005, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.
- 3) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 juin 2005, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

Examen des résultats financiers

Rendement

Pour la période du 25 février 2005 au 30 juin 2005, la Fiducie a réalisé un rendement de 1,03 %, compte tenu des distributions effectuées durant la période. Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, la Fiducie a obtenu un rendement de 5,5 %.

Pour la période du 25 février au 30 juin 2005, deux des secteurs de fiducies de revenu de la Fiducie ont enregistré des rendements positifs, compte non tenu des distributions reçues des fiducies de revenu. Le secteur des fonds de placement immobilier a inscrit les meilleurs résultats. Pendant cette période, l'indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX a affiché un rendement de 4,26 %, compte tenu des distributions réinvesties. Dans l'ensemble, les fonds de couverture ont dégagé des rendements négatifs pour la période du 25 février au 30 juin 2005. Plus précisément, les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières et de fonds de réassurance ont dégagé les meilleurs résultats, les pires ayant été affichés par les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres convertibles et de fonds d'arbitrage sur la structure du capital.

Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, les quatre secteurs de fiducies de revenu de la Fiducie ont enregistré des rendements positifs, compte non tenu des distributions reçues des fiducies de revenu. Le secteur des fiducies du secteur de l'énergie a inscrit les meilleurs résultats. Pendant cette période, l'indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX a affiché un rendement de 6,19 %, compte tenu des distributions réinvesties. Dans l'ensemble, les fonds de couverture ont dégagé des rendements négatifs pour le trimestre terminé le 30 juin 2005. Plus précisément, les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières et de fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion ont dégagé les meilleurs résultats, les pires ayant été affichés par les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres convertibles et de fonds d'arbitrage sur la structure du capital.

La Fiducie n'a pas eu à racheter ses parts en vertu de son programme de rachat et d'annulation, étant donné que les parts de la Fiducie pour la période allant du

25 février 2005 au 30 juin 2005 ne pouvaient être vendues à un montant inférieur à 95 % de la valeur liquidative par part. Par conséquent, durant la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, ce programme n'a pas contribué au rendement global de la Fiducie.

Le total des gains matérialisés et non matérialisés (et des pertes) par secteur de fiducies de revenu pour le trimestre terminé le 30 juin 2005 et la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005 s'établit comme suit :

| <u>Secteur</u> | <u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u> | <u>Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005</u> |
|---|--|---|
| Fiducies commerciales | 361 408 \$ | (161 621)\$ |
| Fiducies du secteur de l'énergie | 364 781 | 29 864 |
| Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines | 274 570 | (12 753) |
| Fonds de placement immobilier | 345 270 | 60 466 |

Le tableau qui suit représente le rendement par stratégie de placement du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour le trimestre terminé le 30 juin 2005 et la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005.

| <u>Stratégie</u> | <u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u> | <u>Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005</u> |
|--|--|---|
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières . . . | 2,31 % | 3,03 % |
| Arbitrage sur la structure du capital | -2,53 % | -3,67 % |
| Arbitrage sur titres convertibles | -5,32 % | -6,62 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 1,11 % | 0,22 % |
| Valeur liée au secteur de l'énergie | 0,24 % | 0,83 % |
| Arbitrage sur titres à revenu fixe | 0,24 % | 0,68 % |
| Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion . . . | 3,70 % | 2,02 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 1,21 % | 1,77 % |
| Multistratégies | -0,09 % | -0,23 % |
| Arbitrage de réassurance | 1,80 % | 2,14 % |
| Arbitrage de financement structuré | 0,70 % | 0,87 % |

Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fiducies de revenu et du portefeuille de fonds de couverture est touchée par des facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, du gérant ou de la Fiducie.

L'évaluation des placements dans des fiducies de revenu pour lesquelles aucun cours n'est publié est fondée sur la moyenne des cours acheteur et vendeur de clôture ou sur le dernier prix de vente disponible.

Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou provisoire des fonds de couverture fournie par les administrateurs ou les gestionnaires de ces fonds de couverture sous-jacents. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours de la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, la valeur liquidative par part de la Fiducie a fluctué entre le cours plancher de 8,68 \$ par part et le cours plafond de 9,28 \$ par part (cours plancher de 8,68 \$ et cours plafond de 9,08 \$ pour le trimestre terminé le 30 juin 2005), après prise en compte des distributions.

La valeur de marché des parts de la Fiducie est le résultat des actions des acheteurs et des vendeurs qui interviennent sur le marché. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 9,35 \$ et 10,45 \$ au cours de la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (entre 9,35 \$ et 10,45 \$ au cours du trimestre terminé le 30 juin 2005).

Distributions

Pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, des distributions de 0,32 \$ par part pour une distribution totale de 1 040 000 \$ ont été déclarées, soit un rendement de 3,2 % sur le prix d'émission initial de 10,00 \$ la part, ce qui est conforme au rendement annuel cible de la Fiducie de 9,5 %.

Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, des distributions de 0,24 \$ par part pour une distribution totale de 780 000 \$ ont été déclarées.

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales sera établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. Rien ne garantit que les lois sur l'impôt ne seront pas modifiées d'une façon qui pourrait nuire à la Fiducie ou aux distributions payées par la Fiducie, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée aux lois sur l'impôt à mesure qu'elles surviennent.

Le récent changement apporté à la règle sur les biens étrangers qui s'applique aux caisses de retraite et aux autres régimes de retraite à impôt différé n'aura aucune incidence sur la nature des distributions imposables effectuées par la Fiducie.

Historique des distributions

| <u>Date de clôture des registres</u> | <u>Date de paiement des distributions</u> | <u>Nature des distributions à des fins fiscales</u> | <u>Montant par part</u> |
|--------------------------------------|---|---|-------------------------|
| 31 mars 2005 | 15 avril 2005 | À déterminer | 0,08 \$ |
| 30 avril 2005 | 15 mai 2005 | À déterminer | 0,08 \$ |
| 31 mai 2005 | 15 juin 2005 | À déterminer | 0,08 \$ |
| 30 juin 2005 | 15 juillet 2005 | À déterminer | 0,08 \$ |

Frais de gestion

La Fiducie verse au gérant des frais de gestion correspondant à 0,25 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont payés mensuellement au gérant, à terme échu.

La Fiducie verse au gérant des frais de service qui correspondent chaque année à 0,40 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont cumulés sur une base mensuelle et calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre. Le gérant utilisera les frais que lui verse la Fiducie pour payer les courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtier à la fin du trimestre visé. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

La Fiducie verse au cocontractant du contrat à terme des frais de financement correspondant chaque année à environ 0,60 % de la valeur comptable du Fonds ainsi que des frais fondés sur la valeur comptable du portefeuille d'actions ordinaires, qui seront calculés et payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse aussi au conseiller des frais de conseil qui correspondent chaque année à 1,00 % de l'actif net du Fonds. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et sont payés mensuellement, à terme échu.

Revenu net tiré des activités

Pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, la perte nette découlant des activités de la Fiducie s'est chiffrée à 254 928 \$. La perte nette découlant des activités de la Fiducie pour le trimestre terminé le 30 juin 2005 s'est élevée à 1 554 122 \$.

Conformément aux objectifs de la Fiducie, les principaux éléments du revenu net tiré des activités ont été les gains matérialisés et non matérialisés ou les

pertes sur les fiducies de revenu, le portefeuille d'actions ordinaires et le contrat à terme et les distributions versées par les fiducies de fonds à revenu fixe. La variation du cours du marché du portefeuille d'actions ordinaires n'a aucune incidence sur l'évaluation de la Fiducie, étant donné que les gains ou les pertes sont contrebalancés par le contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est fonction de la valeur des fiducies de revenu et de son exposition au Fonds par le biais du contrat à terme.

Le tableau qui suit présente les ratios des charges du trimestre terminé le 30 juin 2005 et la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005. Le poste intitulé « Total des charges » présente le ratio des charges totales à l'actif net moyen pondéré. Le poste qui suit présente une autre mesure que le gérant juge utile aux investisseurs et qui fournit des renseignements additionnels sur les charges de la Fiducie. Le ratio des charges ne tient pas compte des honoraires et frais de gestion imposés au portefeuille de fiducies de revenus et aux fonds de couverture sous-jacents détenus par la Fiducie.

| <u>Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré</u> | <u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u> | <u>Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005</u> |
|--|--|---|
| Total des charges* | <u>1,86 %</u> | <u>1,75 %</u> |
| Total des charges compte non tenu de l'intérêt sur l'emprunt et des commissions d'engagement* | <u>1,25 %</u> | <u>1,19 %</u> |

* annualisé

Achats aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 1,25 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts destinées à la vente est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux, à la date d'évaluation précédente.

Le 5 juillet 2005, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter, durant la période allant du 7 juillet 2005 au 6 juillet 2006, jusqu'à concurrence de 325 000 parts, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées en vertu de l'offre sont annulées.

La Fiducie n'a pas racheté de parts aux fins d'annulation en vertu de ce programme au cours de la période du 25 février au 30 juin 2005.

Les parts peuvent également être rachetées le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, à la condition qu'un avis de rachat soit transmis au gérant au moins 45 jours avant le 30 juin de l'année en question. Les parts ne seront rachetées que le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »), sous réserve du droit qu'a la Fiducie de suspendre les rachats en certaines circonstances. Les porteurs dont les parts sont rachetées auront le droit de toucher un prix de rachat égal à la valeur liquidative par part à la date de rachat, payable au plus tard le 30^e jour ouvrable suivant la date de rachat applicable (la « date de paiement »). Les distributions payables aux porteurs de parts inscrits au plus tard à la date de paiement à l'égard des parts présentées pour rachat seront également versées à la date de paiement. Abstraction faite de ce qui précède, la Fiducie ne sera pas tenue de racheter, à quelque date de rachat que ce soit, des parts dont le nombre dépasse 15 % du nombre de parts en circulation à la date de rachat en question. Si le nombre de parts présentées pour rachat à une date de rachat donnée dépasse 15 % des parts en circulation à cette date et que la Fiducie ne choisit pas de racheter la totalité des parts présentées pour rachat, le rachat des parts se fera de façon proportionnelle.

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc., gérant de la Fiducie (le « gérant »), et approuvés par le conseil d'administration du gérant. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport trimestriel incombe au gérant.

Le gérant prend les moyens requis pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité des renseignements financiers. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et sur le jugement. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour la Fiducie sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.



BENITA M. WARBOLD, CA
Administratrice déléguée et
chef des finances



DANIEL C.R. MILLS, CFA
Administrateur délégué et
chef de l'investissement

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

État de l'actif net

| | 30 juin 2005 (non vérifiés) |
|--|--|
| Actif | |
| Encaisse et placements à court terme (coût : 192 141 \$) | 192 246 \$ |
| Fiducies de revenu, à la juste valeur (note 3) (coût : 29 900 632 \$) | 29 880 321 |
| Actions ordinaires, à la juste valeur (note 3) (coût : 3 030 487 \$) | 2 995 650 |
| Contrat à terme (note 5) | (396 091) |
| Distribution à recevoir | 229 144 |
| | <u>32 901 270</u> |
| Passif | |
| Honoraires, droits de garde et autres frais | 65 090 |
| Distributions à payer (note 8) | 260 000 |
| Emprunt bancaire (note 7) | 3 048 834 |
| Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 9) | 6 168 |
| | <u>3 380 092</u> |
| Actif net et capitaux propres (note 4) | 29 521 178 \$ |
| Nombre de parts en circulation (note 4) | 3 250 000 |
| Valeur liquidative par part | <u>9,08 \$</u> |

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers non vérifiés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États des résultats

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés) | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (non vérifiés) |
|---|---|--|
| Revenu de placement | | |
| Distributions | 641 726 \$ | 946 854 \$ |
| Intérêts | 1 593 | 2 238 |
| | <u>643 319</u> | <u>949 092</u> |
| Charges | | |
| Frais de service (note 6) | 20 354 | 30 611 |
| Frais de financement à terme (note 6) | 43 890 | 55 831 |
| Frais de gestion (note 6) | 19 258 | 25 669 |
| Honoraires de vérification | 8 025 | 10 700 |
| Jetons de présence | 3 324 | 3 324 |
| Honoraires du dépositaire | 1 181 | 1 540 |
| Frais juridiques | 2 006 | 2 675 |
| Frais des rapports aux porteurs de titres | 10 780 | 10 780 |
| Intérêts | 23 396 | 29 184 |
| Autres frais | 1 231 | 2 710 |
| | <u>133 445</u> | <u>173 024</u> |
| Revenu net de placement | <u>509 874</u> | <u>776 068</u> |
| Gain matérialisé et non matérialisé (perte) sur les placements | | |
| Gain net matérialisé (perte) sur les éléments suivants : | | |
| Fiducies de revenu | 14 088 | (63 733) |
| Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée des éléments suivants : | | |
| Actions ordinaires | (88 752) | (34 837) |
| Fiducies de revenu | 1 331 941 | (20 311) |
| Contrat à terme | (206 861) | (396 091) |
| Contrats de change à terme | (6 168) | (6 168) |
| Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour la période | <u>1 044 248</u> | <u>(521 140)</u> |
| Revenu net découlant des activités pour la période | <u>1 554 122 \$</u> | <u>254 928 \$</u> |
| Revenu net découlant des activités par part pour la période * | <u>0,48 \$</u> | <u>0,08 \$</u> |

* Selon le nombre moyen d'actions participatives en circulation pour la période.

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers non vérifiés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États de l'évolution de l'actif net

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés) | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (non vérifiés) |
|---|---|--|
| Actif net au début de la période | 28 747 056 \$ | — \$ |
| Revenu net découlant des activités pour la période | 1 554 122 | 254 928 |
| Opérations sur les capitaux propres (note 4) | | |
| Parts émises | — | 30 793 750 |
| Frais de placement déduits | — | (487 500) |
| | — | 30 306 250 |
| Distributions aux porteurs de parts (note 8) . . . | (780 000) | (1 040 000) |
| Actif net à la fin de la période | 29 521 178 \$ | 29 521 178 \$ |
| Distributions par part pour la période * | 0,24 \$ | 0,32 \$ |

* Selon le nombre réel de parts en circulation à la clôture des registres.

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers non vérifiés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États des flux de trésorerie

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés) | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (non vérifiés) |
|---|---|--|
| Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation | | |
| Revenu net découlant des activités | 1 554 122 \$ | 254 928 \$ |
| Éléments hors trésorerie : | | |
| Variation de la plus-value non matérialisée moins-value des actions ordinaires | 88 752 | 34 837 |
| Variation de la moins-value non matérialisée contrat à terme | 206 861 | 396 091 |
| Variation de la moins-value non matérialisée plus-value des fiducies de revenu | (1 331 941) | 20 311 |
| Perte nette matérialisée sur les contrats à terme de devises | 6 168 | 6 168 |
| Perte (gain) matérialisée des fiducies de revenu | (14 088) | 63 733 |
| Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement : | | |
| Variation des comptes créditeurs | 44 694 | 65 090 |
| Variation des comptes débiteurs | (10 187) | (229 144) |
| Achat d'actions ordinaires | — | (3 030 487) |
| Acquisition de fiducies de revenu | (4 716) | (33 445 123) |
| Produit de la vente de fiducies de revenu | 414 559 | 3 480 758 |
| | <u>954 224</u> | <u>(32 382 838)</u> |
| Flux de trésorerie liés aux activités de financement | | |
| Émission de parts | — | 30 793 750 |
| Avances sur prêt | 19 832 | 3 048 834 |
| Distributions payées | (780 000) | (780 000) |
| Paieement de frais de placement | (487 162) | (487 500) |
| | <u>(1 247 330)</u> | <u>32 575 084</u> |
| Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme | <u>(293 106)</u> | <u>192 246</u> |
| Encaisse et placements à court terme au début de la période | <u>485 352</u> | <u>—</u> |
| Encaisse et placements à court terme à la fin de la période | <u>192 246 \$</u> | <u>192 246 \$</u> |

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers non vérifiés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

État des titres en portefeuille

30 juin 2005

(non vérifiés)

| | <u>Date d'échéance</u> | <u>Nombre d'actions/ Valeur nominale</u> | <u>Coût</u> | <u>Juste valeur/ valeur marchande</u> | <u>Pourcentage du portefeuille de placement</u> |
|--|----------------------------|--|------------------|---|---|
| Portefeuille d'actions ordinaires | | | | | |
| Nortel Networks Corp. ¹⁾ | | 430 703 | 1 515 205 \$ | 1 373 943 \$ | |
| Research In Motion Ltd. ¹⁾ | | 17 985 | 1 515 282 | 1 621 707 | |
| | | | <u>3 030 487</u> | <u>2 995 650</u> | <u>9,17 %</u> |
| Portefeuille de fiducies de revenu | | | | | |
| Acclaim Energy Trust | | 26 300 | 408 165 | 403 442 | |
| Advantage Energy Income Fund | | 20 000 | 420 246 | 339 200 | |
| Algonquin Power Income Fund | | 40 500 | 419 926 | 419 175 | |
| AltaGas Income Trust | | 15 900 | 396 231 | 401 157 | |
| ARC Energy Trust | | 21 500 | 411 246 | 428 710 | |
| Baytex Energy Trust | | 27 300 | 400 770 | 368 004 | |
| Bell Nordiq Income Fund | | 23 500 | 390 807 | 427 700 | |
| BFI Canada Income Fund | | 13 600 | 359 177 | 371 280 | |
| Boardwalk Real Estate Investment Trust | | 21 300 | 411 204 | 417 480 | |
| Bonavista Energy Trust | | 12 700 | 390 653 | 394 208 | |
| Boralex Power Income Fund | | 34 100 | 375 013 | 376 805 | |
| Brick Group Income Fund | | 28 600 | 410 780 | 348 920 | |
| Calloway Real Estate Investment Trust | | 18 700 | 361 647 | 400 741 | |
| Calpine Power Income Fund | | 36 200 | 420 654 | 376 480 | |
| Canadian Apartment Properties Real Estate Investment Trust | | 27 129 | 409 383 | 402 323 | |
| Canadian Oil Sands Trust | | 4 500 | 368 118 | 405 450 | |
| Canadian Real Estate Investment Trust | | 20 300 | 386 510 | 391 993 | |
| CCS Income Trust | | 14 900 | 331 661 | 432 100 | |
| Chartwell Seniors Housing Real Estate Investment Trust | | 27 600 | 404 405 | 396 336 | |
| CML Healthcare Income Fund | | 30 900 | 422 063 | 427 965 | |
| Cominar Real Estate Investment Trust | | 20 900 | 387 813 | 394 383 | |
| Connors Bros. Income Fund | | 20 900 | 403 609 | 315 590 | |
| Consumers' Waterheater Income Fund | | 26 000 | 410 010 | 423 280 | |
| Crescent Point Energy Trust | | 20 800 | 413 671 | 384 384 | |
| Davis + Henderson Income Fund | | 18 100 | 403 346 | 378 652 | |
| Energy Savings Income Fund | | 24 200 | 410 938 | 423 500 | |
| Enerplus Resources Fund | | 8 700 | 405 992 | 407 160 | |
| Enterra Energy Trust | | 14 200 | 348 587 | 414 640 | |
| Focus Energy Trust | | 18 600 | 398 799 | 401 760 | |
| Fording Canadian Coal Trust | | 3 400 | 374 326 | 381 412 | |

| | Date d'échéance | Nombre d'actions/ Valeur nominale | Coût | Juste valeur/ valeur marchande | Pourcentage du portefeuille de placement |
|---|--------------------|--|---------|---|--|
| Portefeuille de fiducies de revenu (suite) | | | | | |
| Fort Chicago Energy Partners L.P. | | 33 800 | 405 565 | 439 738 | |
| Freehold Royalty Trust | | 23 000 | 416 076 | 367 770 | |
| Gateway Casinos Income Fund | | 17 700 | 390 967 | 342 318 | |
| Gaz Metro Limited Partnership | | 18 100 | 410 082 | 400 010 | |
| Great Lakes Hydro Income Fund | | 19 700 | 394 156 | 385 135 | |
| H&R Real Estate Investment Trust | | 20 700 | 401 987 | 404 064 | |
| Harvest Energy Trust | | 15 872 | 401 453 | 429 338 | |
| InnVest Real Estate Investment Trust | | 33 600 | 413 919 | 406 560 | |
| Inter Pipeline Fund | | 42 700 | 400 062 | 417 606 | |
| Keyera Facilities Income Fund | | 26 300 | 407 001 | 429 742 | |
| Labrador Iron Ore Royalty Income Fund | | 14 700 | 398 524 | 333 690 | |
| Legacy Hotels Real Estate Investment Trust | | 56 600 | 398 903 | 413 746 | |
| Morguard Real Estate Investment Trust | | 38 100 | 398 826 | 411 480 | |
| NAL Oil & Gas Trust | | 28 500 | 409 379 | 406 125 | |
| Newalta Income Fund | | 16 900 | 400 615 | 373 659 | |
| Noranda Income Fund | | 31 500 | 410 124 | 392 175 | |
| North West Company Fund | | 12 200 | 385 665 | 405 650 | |
| Northland Power Income Fund | | 29 500 | 422 813 | 432 470 | |
| O&Y Real Estate Investment Trust | | 25 600 | 406 804 | 384 000 | |
| Osprey Media Income Fund | | 45 700 | 390 017 | 399 875 | |
| Paramount Energy Trust | | 23 300 | 406 678 | 400 760 | |
| Pembina Pipeline Income Fund | | 28 100 | 396 489 | 390 590 | |
| Pengrowth Energy Trust – Class B Trust Unit | | 22 100 | 417 189 | 406 640 | |
| Petrofund Energy Trust | | 21 500 | 392 030 | 419 250 | |
| Peyto Energy Trust | | 15 600 | 414 870 | 456 300 | |
| Primaris Retail Real Estate Investment Trust | | 28 600 | 394 294 | 415 844 | |
| PrimeWest Energy Trust | | 12 900 | 387 293 | 395 514 | |
| Progress Energy Trust | | 29 200 | 413 390 | 380 476 | |
| Provident Energy Trust | | 32 800 | 406 283 | 420 496 | |
| Retirement Residences Real Estate Investment Trust | | 40 274 | 410 006 | 366 091 | |
| Riocan Real Estate Investment Trust | | 21 100 | 397 489 | 422 000 | |
| RockyView Energy Inc | | 5 316 | — | 23 284 | |
| Shiningbank Energy Income Fund | | 18 300 | 416 790 | 394 365 | |
| StarPoint Energy Trust | | 20 097 | 377 201 | 378 427 | |
| Summit Real Estate Investment Trust | | 20 500 | 399 349 | 420 455 | |
| Superior Plus Income Fund | | 12 500 | 393 208 | 398 125 | |
| TimberWest Forest Corp. | | 25 300 | 403 111 | 372 669 | |
| TransAlta Power L.P. | | 40 400 | 415 136 | 397 940 | |
| TransCanada Power L.P. | | 11 400 | 403 966 | 417 239 | |
| TransForce Income Fund | | 23 200 | 408 485 | 386 976 | |

| | <u>Date d'échéance</u> | <u>Nombre d'actions/ Valeur nominale</u> | <u>Coût</u> | <u>Juste valeur/ valeur marchande</u> | <u>Pourcentage du portefeuille de placement</u> |
|---|----------------------------|--|----------------------|---|---|
| Portefeuille de fiducies de revenu (suite) | | | | | |
| Trinidad Energy Services Income Trust | | 33 800 | 357 664 | 422 500 | |
| UE Waterheater Income Fund | | 28 100 | 378 412 | 384 970 | |
| Vermilion Energy Trust | | 18 300 | 415 006 | 427 488 | |
| Viking Energy Royalty Trust | | 55 400 | 403 993 | 392 232 | |
| Westshore Terminals Income Fund | | 26 700 | 362 485 | 316 662 | |
| Yellow Pages Income Fund | | <u>29 755</u> | <u>411 127</u> | <u>443 647</u> | |
| | | | <u>29 900 632</u> | <u>29 880 321</u> | <u>91,47 %</u> |
| Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 9) | | | — | (6 168) | (0,02)% |
| Perte non matérialisée sur le contrat à terme (note 5) | | | — | (396 091) | (1,21)% |
| Total des placements | | | <u>32 931 119</u> | <u>32 473 712</u> | <u>99,41 %</u> |
| Encaisse | | | 92 794 | 92 794 | |
| Banker's Deposit | 30 juin | | | | |
| Banque de Montréal ²⁾ | <u>2005</u> | <u>100 000 \$</u> | <u>99 347</u> | <u>99 452</u> | |
| Encaisse et placements à court terme | | | <u>192 141</u> | <u>192 246</u> | <u>0,59 %</u> |
| Total des placements | | | <u>33 123 260 \$</u> | <u>32 665 958</u> | <u>100,00 %</u> |
| Passif, moins les autres actifs | | | | <u>(3 144 780)</u> | |
| Actif net et capitaux propres | | | | <u>29 521 178 \$</u> | |

Notes :

- 1) Titres donnés en garantie au cocontractant dans le cadre du contrat à terme.
- 2) Les dépôts bancaires détenus au 30 juin 2005 portent intérêt au taux de 2,58 %.

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers non vérifiés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

Notes afférentes aux états financiers

Trimestre terminé le 30 juin 2005 et période du 25 février 2005 au 30 juin 2005
(non vérifiés)

1. Établissement et activités de la Fiducie

Le Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario aux termes d'une déclaration du fiducie datée du 15 février 2005. Northwater Fund Management Inc. est le fiduciaire de la Fiducie et la Compagnie Trust Royal (« Trust Royal ») en est le dépositaire. La Fiducie a commencé ses activités le 25 février 2005 et ses parts sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NTP.UN. La Fiducie sera liquidée le 31 décembre 2011 ou vers cette date (la « date de fermeture ») et son actif net sera alors distribué proportionnellement aux porteurs de parts, à moins qu'une autre date de fermeture plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée dans ce but.

Les actifs de la Fiducie, investis dans des liquidités, des placements à court terme, contrats à terme de devises, des fiducies de revenu et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») auxquels s'ajoute un contrat à terme, procurent aux porteurs de parts les avantages du rendement d'un portefeuille diversifié de fiducies de revenu et du rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

2. Principales conventions comptables

Ces états financiers sont préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada et ils sont libellés en dollars canadiens. Aucun montant correspondant n'a été fourni puisque la Fiducie a commencé ses activités le 25 février 2005. Les administrateurs de la Fiducie n'ont pas demandé aux vérificateurs, PricewaterhouseCoopers s.r.l., d'effectuer un examen de ces états financiers intermédiaires.

a) Placements

Les opérations de placement sont comptabilisées à la date de l'opération. Les placements sont évalués le dernier jour de chaque mois (la « date d'évaluation »).

L'encaisse et les placements à court terme sont composés d'espèces en dépôt dans des comptes portant intérêt de la Royal Trust et de placements à court terme dont l'échéance au moment de l'achat est de moins de 90 jours. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur pour ces instruments à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

Les fiducies de revenu et les actions ordinaires inscrites à une bourse des valeurs mobilières sont évaluées au cours de clôture à chaque date d'évaluation. Les fiducies de revenu et les actions ordinaires non inscrites à une Bourse à la date d'évaluation sont évaluées à la moyenne du dernier cours acheteur et du dernier cours vendeur ou au dernier prix de vente disponible. Les gains et les pertes matérialisés sont calculés au coût moyen.

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte, le cas échéant, qui serait matérialisé si, à la date d'évaluation, le contrat à terme était « liquidé ». L'écart entre la juste valeur et le coût constitue le gain ou la perte non matérialisé découlant des placements. La valeur du contrat à terme est déterminée en fonction de la variation de la valeur de Enhancement Fund Limited, qui investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché et en fonction de la variation de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ces placements dans des fonds de couverture peu réactifs au marché sont évalués selon la valeur définitive de l'actif net établie par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds lors de l'évaluation ou, si cette information n'est pas disponible, selon la valeur provisoire de l'actif net la plus récente déterminée en fonction des rendements intermédiaires établis par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds.

b) Couverture des devises

La Fiducie conclut des contrats à terme de devises négociées en Bourse afin de couvrir la valeur en dollars canadiens des titres en portefeuille et des passifs libellés en devises.

À la conclusion d'un contrat à terme, la Fiducie est tenu de remettre à un courtier un « dépôt de garantie », calculé selon un certain montant par contrat. Des versements ultérieurs correspondant à la marge de variation sont effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur du contrat. Ces variations quotidiennes sont comptabilisées à l'état des résultats à titre de gains ou de pertes. Le

montant de règlement à recevoir au titre des contrats à terme correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie doit verser ou recevoir à la date d'évaluation.

Les contrats à terme sont évalués au prix de règlement, tel qu'il est publié par la chambre de compensation appropriée de la Bourse, à chaque date d'évaluation. S'il n'y a pas de cours acheteur et vendeur, le gérant peut, de temps à autre, établir un prix représentant plus fidèlement la juste valeur, compte tenu de la valeur marchande courante de la participation sous-jacente. La valeur nominale d'un contrat à terme n'est pas comptabilisée à titre d'élément d'actif dans l'état de l'actif net.

c) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada, la Fiducie doit faire des estimations et élaborer des hypothèses qui influent sur les montants d'actif et de passif présentés à la date des états financiers, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

3. Placements dans des fiducies de revenu et des actions ordinaires

Le tableau qui suit résume les opérations de placement qui ont été effectuées durant la période.

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 |
|---|--|---|
| Fiducies de revenu au début de la période, au coût | 30 296 387 \$ | — \$ |
| Coût des fiducies de revenu achetées | 4 716 | 33 445 123 |
| Coût des fiducies de revenu vendues | <u>(400 471)</u> | <u>(3 544 491)</u> |
| Fiducies de revenu à la fin de la période, au coût | 29 900 632 | 29 900 632 |
| Moins-valeur non matérialisée des fiducies de revenu | <u>(20 311)</u> | <u>(20 311)</u> |
| Valeur marchande des fiducies de revenu à la fin de la période | <u>29 880 321 \$</u> | <u>29 880 321 \$</u> |
| Produit des fiducies de revenu | 414 559 \$ | 3 480 758 \$ |
| Coût des fiducies de revenu vendues | <u>(400 471)</u> | <u>(3 544 491)</u> |
| Gain net matérialisé sur les fiducies de revenu | <u>14 088 \$</u> | <u>(63 733)\$</u> |

| | <u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u> | <u>Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005</u> |
|---|--|---|
| Actions ordinaires au début de la période, au coût | 3 030 487 \$ | — \$ |
| Coût des actions ordinaires acquises | — | 3,030,487 |
| Coût des actions ordinaires vendues | <u>—</u> | <u>—</u> |
| Actions ordinaires à la fin de la période, au coût | 3 030 487 | 3,030,487 |
| Moins-value non matérialisée des actions ordinaires | <u>(34 837)</u> | <u>(34,837)</u> |
| Valeur marchande des actions ordinaires à la fin de la période | <u>2 995 650 \$</u> | <u>2 995 650 \$</u> |
| Produit de la vente d'actions ordinaires | — \$ | — \$ |
| Coût des actions ordinaires vendues | <u>—</u> | <u>—</u> |
| Gain net matérialisé sur les actions | <u>— \$</u> | <u>— \$</u> |

4. Parts émises et en circulation

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et représentent une participation égale indivise à l'actif net de la Fiducie. Toutes les parts appartiennent à la même catégorie et comportent des droits et des privilèges égaux. Chaque part confère une voix à toute assemblée des porteurs de parts et une participation égale à toute distribution effectuée par la Fiducie. Des fractions de parts ne seront pas émises.

La Fiducie, grâce au placement de février 2005, a réalisé un produit brut de 32 500 000 \$, à l'émission de 3 250 000 parts. La rémunération des preneurs fermes et les frais de ce placement se sont élevés à 1 706 250 \$ et à 487 500 \$, respectivement.

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 1,25 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. La Fiducie n'a racheté aucune part au cours de la période du 25 février au 30 juin 2005 en vertu de l'obligation trimestrielle de soutien du cours des parts de la Fiducie.

Les opérations suivantes sur les capitaux propres ont eu lieu durant les périodes :

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 |
|--|--|---|
| Solde des parts en circulation au début de la période | 3 250 000 | — |
| Parts émises au cours de la période | — | 3 250 000 |
| Parts annulées au cours de la période | — | — |
| Solde des parts en circulation à la fin de la période | <u>3 250 000</u> | <u>3 250 000</u> |

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les opérations suivantes portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) ont été conclues au cours des périodes pertinentes :

| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 |
|--|--|---|
| Capital social au début du trimestre | 30 306 250 \$ | — \$ |
| Produit brut tiré du placement, déduction faite de la rémunération des preneurs fermes | — | 30 793 750 |
| Frais de placement | — | (487 500) |
| Capital social à la fin du trimestre | <u>30 306 250 \$</u> | <u>30 306 250 \$</u> |
| | Trimestre terminé le 30 juin 2005 | Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005 |
| Bénéfices non répartis (déficit) au début du trimestre | (1 559 194)\$ | — \$ |
| Revenu net découlant des activités | 1 554 122 | 254 928 |
| Distributions aux porteurs de parts | (780 000) | (1 040 000) |
| Bénéfices non répartis (déficit) à la fin du trimestre | <u>(785 072)\$</u> | <u>(785 072)\$</u> |

5. Contrat à terme

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque canadienne (le « cocontractant ») afin de tirer avantage d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture (le « portefeuille de fonds de couverture ») grâce au rendement du Enhancement Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée établie sous le régime des lois des îles Caïmans. Le risque lié aux fluctuations du dollar américain pour le

portefeuille de fonds de couverture est largement couvert par le contrat à terme. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à 100 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2005 s'établissait à 95 %. La Fiducie a donné en garantie au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille. La Fiducie a convenu de céder au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires, à la date de fermeture ou aux environs de cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite des frais de financement engagés par le cocontractant. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires. Les variations de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'ont pas d'incidence sur la valeur de l'actif net de la Fiducie, étant donné que toute diminution ou augmentation de la valeur du portefeuille est contrebalancée par une augmentation ou diminution correspondante de la valeur du contrat à terme.

Les valeurs notionnelles du contrat à terme étaient de 3 030 500 \$ CA et 23 100 000 \$ US au 30 juin 2005.

Au 30 juin 2005, la Fiducie offrait, par le biais du contrat à terme, une exposition aux fonds de couverture répartis entre les stratégies de placement suivantes.

| <u>Stratégie</u> | <u>Exposition en pourcentage</u> |
|---|----------------------------------|
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 14,48 % |
| Arbitrage sur la structure du capital | 16,71 % |
| Arbitrage sur titres convertibles | 7,44 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 9,76 % |
| Valeur liée au secteur de l'énergie | 2,23 % |
| Arbitrage sur titres à revenu fixe | 5,79 % |
| Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion | 4,52 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 5,86 % |
| Multistratégies | 15,53 % |
| Arbitrage de réassurance | 9,04 % |
| Arbitrage de financement structuré | 7,14 % |

Au 30 juin 2005, le portefeuille du Fonds était composé de 98,51 % de placements dans des fonds de couverture et de 1,49 % de liquidités.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par le gérant. Au 30 juin 2005, la notation du cocontractant était « AA- ». La Fiducie peut recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des modalités du contrat à terme, la Fiducie peut

résilier le contrat si la cote de crédit du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

6. Frais de gestion, frais de conseil et autres frais

La Fiducie a retenu les services Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») pour agir à titre de gérant selon les modalités d'une entente de gestion datée du 15 février 2004. Northwater Capital Management Inc. agit à titre de conseiller (le « conseiller »). Le conseiller est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la « NFA »).

Outre les services aux porteurs de parts de la Fiducie, le gérant est responsable de l'administration courante de la Fiducie et de la gestion du portefeuille de titres. En contrepartie de ces services, le gérant touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,25 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais de gestion sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et sont payés mensuellement, à terme échu.

La Fiducie verse au gérant des frais de service qui correspondent chaque année à 0,40 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais, qui sont calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre, sont versés par le gérant aux courtiers en valeurs inscrits en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais de financement d'environ 0,60 % par année de la valeur comptable du Enhancement Fund Limited sont payables au cocontractant du contrat à terme. Ces frais de financement sont majorés de frais pouvant varier en fonction de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires et ils sont calculés et payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse également au conseiller des frais de conseil qui correspondent à 1,00 % par année de l'actif net du Fonds. Ces frais sont comptabilisés, calculés et payés mensuellement, à terme échu. Pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, les frais de conseil se sont établis à 68 061 \$ US. Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, les frais de conseil ont totalisé 54 695 \$ US.

7. Emprunt bancaire

La Fiducie a une facilité d'emprunt renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité d'emprunt alloué à la Fiducie pour lui permettre de mettre en oeuvre sa stratégie de placement n'excédera pas 10 % du total de l'actif de la Fiducie, tel qu'il est établi au moment de l'emprunt. Des emprunts additionnels en vertu de la facilité d'emprunt peuvent être effectués pour les besoins du fonds de roulement à condition que le montant total des emprunts en cours n'excède pas 15 % du total de l'actif de la Fiducie, tel qu'il est établi immédiatement après un emprunt. Si, à quelque moment que ce soit, le montant des emprunts en cours en vertu de la facilité d'emprunt excède 20 % du total de l'actif de la Fiducie à cette date, le fiduciaire fera en sorte que la Fiducie vende des fiducies de titres à revenu fixe et affecte le produit de la vente à la réduction de la dette afin que le montant total de ses emprunts n'excède pas 20 % du total de son actif. En cas de défaut de la part de la Fiducie aux termes de la facilité d'emprunt, il est prévu que le recours de la banque selon la facilité d'emprunt sera limité à l'actif de la Fiducie.

En raison de l'échéance rapprochée de l'emprunt bancaire, son coût avoisine sa valeur marchande.

8. Distributions

La Fiducie paie aux porteurs de parts des distributions mensuelles composées des distributions reçues par la Fiducie sur le portefeuille de fiducies de titres à revenu fixe, ainsi qu'une distribution supplémentaire annuelle de 3,5 % du prix d'émission initial des parts qui sera tirée du rendement du Enhancement Fund Limited.

Pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005, la Fiducie a déclaré des distributions de 0,32 \$ par part, pour un montant global de 1 040 000 \$.

Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, la Fiducie a déclaré des distributions de 0,24 \$ par part, pour un montant global de 780 000 \$.

9. Contrats à terme

La Fiducie a conclu des contrats à terme afin de protéger les titres en portefeuille et les passifs libellés en devises contre les fluctuations des taux de change.

Au 30 juin 2005, la Fiducie détenait les contrats à terme de devises suivants :

| | <u>Prix de clôture</u> | <u>Valeur notionnelle des contrats</u> | <u>Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises</u> |
|--|------------------------|--|---|
| 6 contrats à terme en dollars canadiens septembre 2005 | 81,63 \$ US | 489 780 \$ US <u>599 883 \$ CA</u> | <u>6 168 \$ CA</u> |

10. Impôts sur le revenu

Aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »), la Fiducie constitue une « fiducie de fonds commun de placement ». Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes sur cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes de capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets matérialisés tirés de ses placements, sera payée ou payable aux porteurs de parts chaque année civile, la Fiducie n'aura pas à verser d'impôt en vertu des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire, qui est appelée « remboursement de capital », n'est pas imposable entre les mains des porteurs de parts, mais elle réduit le prix de base rajusté des parts aux fins de l'impôt. Il se peut que le revenu imposable net diffère du revenu net comptabilisé dans les états financiers.

La récente modification de la règle sur les biens étrangers pour les fiducies de retraite et les autres régimes de retraite à impôts reportés n'aura aucune incidence sur la Fiducie puisque les parts de la Fiducie ont toujours été admissibles à titre de bien canadien pour les REER et les FERR.

11. Indemnités

La Fiducie conclut diverses conventions qui peuvent comporter des clauses d'indemnisation aux termes desquelles, lorsque surviennent certains événements, elle peut être tenue de verser, entre autres, les indemnités suivantes :

- 1) en priorité devant tout droit du gérant ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que le gérant, relativement à toute obligation et à tous les frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou intentée, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit;
- 2) une indemnité payable à l'agent des transferts pour la totalité ou une partie des actions et des poursuites entamées pour cause de pertes, de dommages, de frais, de charges, d'honoraires de conseil, de paiements, de dépenses et de passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie;
- 3) une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et dommage et pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, perte, action et procédure de toute sorte causé par elle en tant que détentrice du portefeuille d'actions ordinaires;
- 4) une indemnité payable au dépositaire et à ses sociétés affiliées, filiales et mandataires et à leurs administrateurs, dirigeants et employés pour tous les frais juridiques, jugements rendus et montants de règlement versés, découlant réellement et raisonnablement des services de garde et de sous-garde offerts. L'indemnité n'est toutefois pas payable dans les cas de manque de diligence appropriée;
- 5) une indemnité payable au fiduciaire, au gérant, à une société affiliée du fiduciaire ou du gérant ou du porteur de parts pour toutes les charges subies raisonnablement relativement à toute action, poursuite ou procédure à laquelle le fiduciaire, le gérant, la société affiliée du

fiduciaire ou du gérant ou du porteur de parts peut être partie du fait d'être indemnisé ou de l'avoir été; et

- 6) une indemnité payable à la banque et à ses dirigeants, administrateurs, employés et mandataires pour tous frais, charges et dépenses raisonnables et pour toute réclamation ou perte découlant de ce qui suit : i) la préparation, l'exécution et la livraison de documents sur la préservation des droits et sur le refinancement, la renégociation ou la restructuration des emprunts et des modifications s'y rapportant, et de formulaires d'autorisation ou de consentement; ii) tout conseil du conseiller quant aux droits et aux devoirs de la banque relativement à l'administration de la facilité de crédit; iii) le manquement de la Fiducie à l'égard de tout document de prêt; et iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signée et à l'acquittement de ses obligations.

Par le passé, aucun paiement n'a été effectué au titre de ces indemnités. La Fiducie estime que le passif actuel à ce titre est nul. Les indemnités conclues par la Fiducie peuvent avoir une durée illimitée. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée à ces indemnités, étant donné que les conventions ne précisent pas de montant maximal et que les montants qui peuvent être exigibles dépendent d'éventualités futures dont il n'est pas possible, à l'heure actuelle, de déterminer la nature ni la probabilité.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Northwater est un conseiller en placement établi au Canada reconnu comme un innovateur et un chef de file dans l'application de stratégies quantitatives, notamment à l'égard d'instruments dérivés, en vue de créer des produits d'investissement de haute technicité. Northwater a été constituée le 4 janvier 1989 sous la dénomination « Newcastle Capital Management Inc. », puis a fusionné avec des entités apparentées le 4 juillet 1994 et le 31 juillet 2001 pour créer Northwater. Au 30 juin 2005, Northwater gère des actifs totalisant environ 10,5 G\$, dont des actifs de 4,6 G\$ de fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, ce qui fait de Northwater, d'après celle-ci, le plus important fournisseur de sa catégorie au Canada et l'un des plus importants au monde. Northwater a des bureaux à Toronto et à New York.

Northwater s'occupe de gestion d'actifs au moyen d'instruments dérivés depuis 1989. Northwater a lancé son premier fonds de fonds de couverture en 1994, créant NewQuant Trust I, le premier véhicule de placement du genre au Canada selon le conseiller. Le Northwater Market-Neutral Trust est le premier instrument de placement coté en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture.

Parmi les clients de Northwater, on compte les caisses de retraite de bon nombre des plus importantes sociétés au Canada, notamment des filiales canadiennes d'un certain nombre de sociétés du Fortune 500. À l'heure actuelle, Northwater est gérant ou conseiller d'un certain nombre d'autres fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché pour ses clients européens, américains et canadiens. Northwater agit également en cette qualité auprès d'un certain nombre d'investisseurs institutionnels avertis américains et européens, ainsi qu'auprès de fonds de retraite et de fonds de dotation d'un grand nombre d'universités et d'autres institutions du secteur public.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

Bureau 4700, BCE Place
Bay Wellington Tower
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

GESTIONNAIRE DES PLACEMENTS

Northwater Fund Management Inc.
Bureau 4700, BCE Place
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT

Northwater Capital Management Inc.
Bureau 4700, BCE Place
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault LLP
Bureau 4700, Boîte 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l.
Bureau 3000, Boîte 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto (Ontario) M5K 1G8

**POUR DE PLUS AMPLES INFORMATIONS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :**

Mohamed Khaki ou Stephen Foote
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

Pour la valeur liquidative la plus récente, veuillez composer le :
1 888 429-8774

Symbole TSE : NTP.UN

Also available in English.





