

N O R T H W A T E R

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus}
Rapport consolidé du semestre terminé le 30 juin 2006
(non vérifié)





HISTORIQUE

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. Les états financiers consolidés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie	4
Responsabilité de la direction	27
États financiers consolidés non vérifiés	28
Northwater Capital Management Inc.	50

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie ») est une fiducie à capital fixe qui investit dans un portefeuille diversifié et équilibré composé de parts des 75 fiducies de revenu les plus importantes inscrites à la Bourse de Toronto. La Fiducie offre également une exposition avec effet de levier de 100 % à un fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, dont le conseiller est Northwater Capital Management Inc. (« Northwater »). Les parts de la Fiducie sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NTP.UN. Au 30 juin 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'élevait à 9,62 \$. Soit une augmentation de 13,19 % sur le semestre. Parallèlement, l'indice plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX a augmenté de 8,19 %, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a reculé de 1,45 %, l'indice composé S&P/TSX a prospéré de 4,19 % et l'indice S&P 500 s'est accru de 2,71 % en dollars américains, ce qui correspond à une perte de 2,22 % en dollars canadiens, étant donné la dépréciation du billet vert au cours du semestre. La Fiducie a versé des distributions de 0,48 \$ par part au cours du semestre.

Les banques centrales du monde entier ont augmenté leurs taux au cours du premier semestre de 2006 en réaction aux pressions inflationnistes et à la forte croissance économique. Le taux directeur de la Banque du Canada a augmenté de 1,00 %, à 4,50 %, au cours du semestre terminé le 30 juin 2006. Les investisseurs ont réagi à ce resserrement en évitant le risque en mai et en juin, particulièrement en ce qui concerne les actions mondiales. La vague de vente a touché avec plus d'acuité les marchés émergents, le Japon et les pays nordiques.

Le portefeuille de parts de fiducies de revenu a été la principale source de rendement de la Fiducie pendant le semestre. Pendant le premier semestre de 2006, l'indice plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX a affiché un rendement de 8,19 %. L'écart entre le rendement de la Fiducie et celui du marché des titres de fiducies de revenu tient essentiellement à la plus forte pondération de l'indice dans des fiducies de revenu du secteur de l'énergie. En effet, l'indice plafonné de l'énergie S&P/TSX a progressé de 13,66 % sur le premier semestre de 2006. La Fiducie a été conçue pour maintenir une pondération égale entre les secteurs afin de diminuer la volatilité associée aux indices traditionnels pondérés en fonction de la capitalisation boursière.

Le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché géré par Northwater, et auquel la Fiducie est exposée, a affiché un bon rendement pour le semestre. La volatilité des cours constatée ce semestre, par opposition à la stabilité relative qui a prévalu en 2004 et en 2005, a été favorable à de nombreuses stratégies de fonds de couverture. Bon nombre de stratégies ont

obtenu de bons résultats au cours du semestre écoulé, notamment notre toute nouvelle stratégie engagée.

Les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres en difficulté ont encore généré d'excellents résultats, et le rendement des fonds d'arbitrage sur titres convertibles est en reprise. La stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie éprouve encore des difficultés, mais nous croyons qu'elle fera mieux au deuxième semestre.

Les écarts de taux se sont resserrés dans bon nombre de marchés de titres adossés à des créances mobilières, mais, parallèlement, les fondamentaux se sont détériorés, notamment en ce qui concerne le crédit hypothécaire. Nous profitons de cette situation pour réduire la pondération de cette stratégie qui a donné d'excellents résultats durant cinq ans. Nous avons, en revanche, augmenté la pondération des stratégies telles que l'arbitrage statistique et l'arbitrage sur titres à revenu fixe, car nous sommes optimistes quant à la volatilité des prochaines années.

Northwater recherche continuellement de nouveaux fonds dans des secteurs non traditionnels de l'univers des fonds de couverture ainsi que des gestionnaires dont les résultats et les compétences dans les fonds engagés et les fonds à stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie sont confirmées.

Northwater s'efforce constamment d'améliorer le portefeuille de fonds de couverture en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui, conformément aux objectifs de placement, appliquent des stratégies à rendement peu réactif au marché, censées dégager des rendements élevés corrigés du risque.



DANIEL C.R. MILLS, CFA
Administrateur délégué et
directeur des placements
Northwater Capital Management Inc.



DAVID J. FLETCHER, CFA
Vice-président
Northwater Capital Management Inc.

Le 23 août 2006

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DE LA FIDUCIE

Le présent rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers consolidés complets de Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers consolidés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006 est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent également obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration de la Fiducie, du dossier de vote par procuration et de l'information trimestrielle en composant le numéro sans frais 1-888-429-8774, en écrivant à Northwater Fund Management Inc., bureau 4700, BCE Place, Bay Wellington Tower, 181, rue Bay, C.P. 794, Toronto (Ontario) M5J 2T3 ou en consultant notre site Web à l'adresse www.northwatercapital.com ou SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

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

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle convention comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les comptes d'Enhancement Fund Limited, société exonérée des îles Caïmans (le « Fonds »), sont présentés dans les états financiers consolidés de la Fiducie. Bien que la Fiducie ne détienne aucune participation dans le Fonds, elle est exposée à la plupart des risques et des avantages économiques rattachés à celui-ci par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme »). Une analyse plus approfondie du contrat à terme est présentée ci-après à la rubrique intitulée « Stratégies de placement ».

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

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de la Fiducie sont les suivants :

1. Distributions mensuelles : assurer aux porteurs de parts des distributions mensuelles au comptant provenant des distributions reçues par la Fiducie sur le portefeuille de fiducies de revenu, 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, moyennant un risque supplémentaire qui ne soit que légèrement supérieur au risque lié uniquement à un portefeuille de fiducies de revenu.

Stratégies de placement

La Fiducie a investi un montant égal au produit net du placement dans un portefeuille équilibré composé des 75 fiducies de revenu les plus importantes selon la capitalisation boursière inscrites à la Bourse de Toronto. Le portefeuille de fiducies de revenu est rééquilibré au moins une fois l'an – le premier rééquilibrage ayant eu lieu en février 2006 – afin de tenir compte de l'évolution de la valeur de marché des titres, d'ajouter de nouvelles fiducies de revenu admissibles en date du rééquilibrage et de supprimer les fiducies de revenu qui ne répondent plus aux critères d'admissibilité.

La Fiducie est également exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») conclu avec une banque canadienne (le « cocontractant »), dont la notation à long terme est AA-. La Fiducie est donc exposée au rendement du Fonds à travers le contrat à terme. Pour s'assurer cette exposition, la Fiducie a investi une partie du produit net du placement de ses parts dans un portefeuille d'actions ordinaires de société ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »), qui a ensuite été vendu au cocontractant au titre du contrat à terme. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été cédé en garantie au cocontractant. La valeur de la Fiducie n'est pas touchée par la variation 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, à travers le contrat à terme, et à la valeur des fiducies de revenu, grâce à ses placements directs.

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle convention comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les états financiers consolidés ne tiennent pas compte du contrat à terme. L'impact économique du contrat à terme est reflété dans les états financiers consolidés par la consolidation du Fonds et de la Fiducie.

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 est égale à 100 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2006 s'établissait à 99 %. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Rien ne garantit que la Fiducie obtiendra un rendement élevé corrigé du risque.

Processus de gestion des placements

Pour réaliser ses objectifs et mettre en oeuvre un processus de gestion, la Fiducie s'appuie sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement, qui dispose d'une équipe de professionnels chargée de la recherche ainsi que de l'analyse et de la surveillance des placements détenus par la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture. Le conseiller en placement effectue toutes ses recherches lui-même et possède ses propres logiciels de négociation et de gestion et d'évaluation du risque.

Le processus et les systèmes servant à la sélection, à l'exécution et à la surveillance des placements de la Fiducie dans des fiducies de revenu ont été élaborés par le conseiller en placement qui les utilise depuis plus de 17 ans dans la gestion de placements dans des fonds de couverture et de fonds indiciaires pour ses clients institutionnels. Ces processus et systèmes visent à :

1. sélectionner les 75 plus importantes fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto, selon la capitalisation boursière;
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 opérations de gestion (fractionnements d'actions, scissions, 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'exécution et la consignation d'opérations sur titres.

Le conseiller en placement ne gère pas de portefeuilles de fiducies de revenu pour d'autres clients, ni ne donne de conseils à cet égard.

Le conseiller en placement 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 de création de valeur à long terme du conseiller en placement et il comprend les étapes suivantes :

1. L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes ont évolué et continuent d'évoluer à mesure que le conseiller en placement acquiert de l'expérience dans les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et dans la 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 très complexes. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels aux fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haut niveau.
3. Une recherche progressive, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes de placement et aux critères du portefeuille de fonds de couverture quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence 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 de placement et aux objectifs du portefeuille de fonds de couverture.

5. L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus de placement du conseiller en placement, 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 analyses de facteurs.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du milieu. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 14 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend des entrevues menées sur place par des professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et l'exploitation, un examen 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 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 placement.

En outre, le conseiller en placement offre ses services de gestion de portefeuille et de conseil à des clients, autres que la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture, qui détiennent des placements dans des fonds de couverture. 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 en fonction des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements

sont répartis entre les portefeuilles des clients selon la méthode que le conseiller en placement juge équitable dans les circonstances.

La Fiducie a une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité de crédit alloué à la Fiducie pour lui permettre de mettre en oeuvre sa stratégie de placement ne peut excéder 10 % du total de l'actif de la Fiducie, tel qu'il est établi au moment de l'emprunt. Des montants supplémentaires peuvent être empruntés aux termes de la facilité de crédit 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 quelque moment que ce soit, le montant des emprunts en cours en vertu de la facilité de crédit excède 20 % du total de l'actif de la Fiducie, le fiduciaire fera en sorte que la Fiducie vende des parts de fiducies de revenu 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 de crédit, il est prévu que le recours de la banque sera limité à l'actif de la Fiducie.

Le levier financier utilisé par la Fiducie au 30 juin 2006 pour effectuer des placements s'établissait à 12,04 % (9,82 % au 31 décembre 2005).

Risques

Les tableaux qui suivent présentent l'information, jugée pertinente selon le gérant, sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et de son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 30 juin 2006 et 2005.

Statistiques de la Fiducie	Depuis l'établissement de la Fiducie jusqu'au 30 juin 2006	Depuis l'établissement de la Fiducie jusqu'au 30 juin 2005
Nombre de rendements mensuels positifs	12	3
Nombre de rendements mensuels négatifs	5	2
Pourcentage des mois négatifs	29 %	40 %
Rendement moyen des mois négatifs	-4,10 %	-2,59 %
Rendement mensuel le plus bas	-9,93 %	-4,24 %

Statistiques des fonds de couverture du Fonds	Semestre terminé le 30 juin 2006	Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	32	19
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	6	11
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,47 %	3,59 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²⁾	0,13	0,15

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 30 juin 2006 et au 30 juin 2005.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 30 juin 2006 et 2005 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global inhérent aux placements dans le Fonds n'a été effectuée au cours du semestre terminé le 30 juin 2006. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a affiché un rendement de 3,32 %, compte tenu des distributions effectuées au cours du semestre. Les distributions du semestre ont totalisé 1 477 225 \$, soit 0,48 \$ par part.

Deux des quatre secteurs d'activité des fiducies de revenu détenues par la Fiducie ont dégagé des rendements positifs, compte non tenu des distributions, entre le 31 décembre 2005 et le 30 juin 2006, le secteur de l'énergie ayant enregistré les meilleurs résultats. Parallèlement, l'indice plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX a affiché un rendement de 13,66 % avec réinvestissement des distributions. Les fonds de couverture ont progressé de 4,17 % sur la même période. Les fonds spécialisés dans les stratégies d'arbitrage statistique et les stratégies engagées ont enregistré les meilleurs résultats; ceux des stratégies d'arbitrage de réassurance et de valeur liée au secteur de l'énergie ont été les plus faibles.

Le total des gains réalisés et non réalisés (et des pertes) par secteur de fiducies de revenu pour la période du 25 février au 30 juin 2005 et pour le semestre terminé le 30 juin 2006 s'établit comme suit :

Secteur	Semestre terminé le 30 juin 2006	Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005
Fiducies commerciales	(563 605)\$	(161 621)\$
Fiducies du secteur de l'énergie	44 065	29 864
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	(120 341)	(12 753)
Fiducies de placement immobilier	48 902	60 466

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, le Fonds auquel la Fiducie est exposée par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme, a effectué des placements dans cinq nouveaux fonds de couverture (soit deux fonds d'arbitrage statistique, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds d'arbitrage sur la structure du capital et un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté). Le Fonds a demandé le rachat de ses parts auprès de trois fonds de couverture (dont deux fonds d'arbitrage sur la structure du capital et un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion).

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour la période du 25 février au 30 juin 2005 et pour le semestre terminé le 30 juin 2006.

Stratégie	Semestre terminé le 30 juin 2006	Période du 25 février 2005 au 30 juin 2005
Engagée	8,54 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5,76 %	3,03 %
Arbitrage sur la structure du capital	2,82 %	-3,67 %
Arbitrage sur titres convertibles	4,78 %	-6,62 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6,70 %	0,22 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	2,62 %	0,83 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5,61 %	0,68 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	4,21 %	2,02 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,26 %	1,77 %
Multistratégies	4,99 %	-0,23 %
Arbitrage de réassurance	1,95 %	2,14 %
Arbitrage de financement structuré	5,10 %	0,87 %
Arbitrage statistique	11,05 %	—

Au 30 juin 2006, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 3 040 338 \$ au moyen d'une facilité de crédit renouvelable souscrite auprès d'une institution

financière canadienne. Au 30 juin 2006, le levier financier s'établissait à 12,04 %. La Fiducie a recours au levier financier en vue d'accroître le rendement de ses investissements.

La Fiducie a dû racheter 87 800 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation, étant donné que les parts de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006 se négociaient à un montant inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part. Par conséquent, pour le semestre terminé le 30 juin 2006, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,22 %.

Les parts peuvent également être rachetées au gré des porteurs 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 la date visée. Abstraction faite de ce qui précède, la Fiducie n'est pas tenue de racheter des parts dont le nombre dépasse 15 % du nombre de parts en circulation le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »). Les porteurs dont les parts sont rachetées reçoivent 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 cette date de rachat.

Au 30 juin 2006, 766 791 parts avaient été présentées au rachat. Comme le nombre de parts présentées au rachat dépassait 15 % des parts en circulation à la date de rachat, les parts ont été rachetées au prorata. Le 26 juillet 2006, un total de 463 410 parts a été racheté à la valeur liquidative par part au 30 juin 2006, soit 9,6166 \$, pour une contrepartie en numéraire totale de 4 456 428 \$.

Opérations entre apparentés

Le gérant assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion de son portefeuille et les services aux porteurs de parts. 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 honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 74 834 \$ et à 65 485 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2006 s'établissaient à 20 482 \$ et à 65 096 \$, respectivement.

Le Fonds verse aussi au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,00 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement, à terme échu. Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de conseil se sont élevés à 146 615 \$

(129 756 \$ US), et les frais de conseils à payer au 30 juin 2006 s'établissaient à 48 862 \$ (43 732 \$ US).

La Fiducie paie également au gérant des frais de service qui correspondent à 0,40 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Le gérant paie à son tour des frais de service aux courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers consolidés pour le semestre terminé le 30 juin 2006. Les informations pour 2005 et 2006 sont tirées des états financiers consolidés non vérifiés de la Fiducie.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Exercice du 25 février 2005 au 31 décembre 2005
Valeur liquidative au début de la période	9,77 \$	9 325 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :		
Total des revenus	0,47	0,70
Total des charges	(0,20)	(0,16)
Gains réalisés (pertes) sur les placements pour la période	0,24	0,06
Gains non réalisés (pertes) sur les placements pour la période ..	(0,20)	0,63
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾ ..	0,31	1,23
Distributions :		
Revenu de placement (sauf les dividendes)	s. o.	0,23814 \$
Dividendes	s. o.	0,02530
Gains en capital	s. o.	0,09514
Remboursement de capital	s. o.	0,44142
Distributions totales de la période ²⁾	0,48 \$	0,80000 \$
Valeur liquidative à la fin de la période	9,62 \$	9,77 \$

- 1) La valeur liquidative et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période.
- 2) Les distributions ont été versées en numéraire.
- 3) Le tableau sur la valeur liquidative par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir une continuité entre la valeur liquidative par part au début de la période et la valeur liquidative par part à la fin de la période.

Ratios et données supplémentaires

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Exercice du 25 février 2005 au 31 décembre 2005
Actif net (en milliers de dollars) ¹⁾	25 253 \$	31 038 \$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	2 625 990	3 177 200
Ratio des frais de gestion ²⁾	8,41 %	14,63 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	8,41 %	14,63 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	47,58 %	15,23 %
Ratio des frais d'opérations ⁴⁾	0,12 %	0,33 %
Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins du rachat des titres à la fin de la période	9,62 \$	8,55 \$

1) Données au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005.

2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion tient compte non seulement des charges de la Fiducie et du Fonds, mais également des charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par Enhancement Fund Limited (le « Fonds ») et les charges du Fonds incluses dans les ratios ci-dessus pour le semestre terminé le 30 juin 2006, ont entraîné une augmentation de 5,85 % du ratio de la Fiducie.

Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents indiquées dans leurs états financiers annuels vérifiés des périodes terminées le 31 décembre 2004. Le gérant reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2005 et tiendra compte des charges des fonds sous-jacents pour cet exercice une fois qu'il aura reçu toute l'information nécessaire. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre 2004 ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds au 31 décembre 2005. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement et la performance du gestionnaire. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ces fonds pour la période en cours.

Les ratios des frais de gestion de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 comprennent les honoraires de l'agent des transferts et les frais d'émission, qui ont eu pour effet d'augmenter ces ratios de 5,25 % et de 1,50 %, respectivement. Ces frais consistent en des charges ponctuelles liées à l'appel public à l'épargne de la Fiducie.

3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation au cours d'un exercice est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables pour l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

- 4) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Frais de gestion et autres frais

La Fiducie a versé au gérant des honoraires de gestion de 74 834 \$ pour le semestre terminé le 30 juin 2006. Ces honoraires correspondent à 0,25 % par an de la valeur de l'actif net de la Fiducie et sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois.

La Fiducie a payé au gérant des frais de service de 65 485 \$ pour le semestre terminé le 30 juin 2006. Les frais de service correspondent à 0,40 % par an de la valeur de l'actif net de la Fiducie à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Le gérant paie aux courtiers en valeurs inscrits des frais de service 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 courtiers à la fin du trimestre visé. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre à terme échu.

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

Le Fonds verse aussi au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,00 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement à terme échu.

Rendement passé

Information d'ordre général

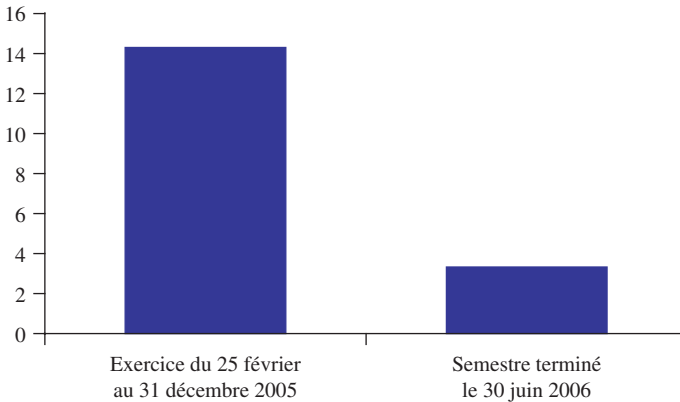
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- a) L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie;
- b) L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente, de rachat ou de tous frais optionnels qui auraient réduit le rendement;
- c) Le rendement passé de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

Rendement annuel

Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information présentée dans le graphique qui suit :

- Le graphique illustre le rendement annuel du fonds de placement pour chaque année indiquée et présente la variation de son rendement d'une année à l'autre;
- Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de l'exercice, d'un placement effectué le premier jour de l'exercice.



Rendements annuels composés

Le tableau suivant donne une comparaison du rendement annuel composé historique du Fonds pour les périodes indiquées avec le rendement de divers indices boursiers.

	Depuis l'établissement*	Exercice précédent*	Semestre précédent
Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus}	13,19 %	14,31 %	3,32 %
S&P/TSX Capped Income Trust Index	22,49 %	21,36 %	8,19 %
S&P/TSX Composite Index	16,35 %	17,60 %	4,19 %
S&P 500 Index	5,52 %	4,64 %	2,71 %
Scotia Capital Universe Bond Index	2,80 %	5,30 %	-1,45 %

* Le Fonds a été établi le 25 février 2005.

L'indice plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX est un indice étendu représentant les titres des fiducies de revenu canadiennes.

L'indice composé S&P/TSX est l'indice principal du marché canadien des actions ordinaires.

L'indice S&P 500 porte sur les actions ordinaires de sociétés à forte capitalisation américaines.

L'indice obligataire universel Scotia Capitaux est un indice étendu représentant les titres à revenu fixe émis par les gouvernements fédéral et provinciaux et par les sociétés.

Sommaire du portefeuille de placements¹⁾

Fiducies de revenu

En général, la Fiducie détient directement un portefeuille largement diversifié composé des 75 fiducies de revenu les plus importantes selon la capitalisation boursière inscrites à la Bourse de Toronto. La liste complète des fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 30 juin 2006 figure dans l'état des titres en portefeuille. Au 30 juin 2006, la Fiducie détenait 75 fiducies de revenu. Conformément à sa politique de rééquilibrage annuel, la Fiducie équilibre le portefeuille de fiducies de revenu tous les ans depuis février 2006 afin qu'au moment du rééquilibrage, les fiducies de revenu composant le portefeuille aient une pondération égale et qu'elles correspondent en général aux 75 fiducies de revenu les plus importantes.

Répartition de l'actif selon les secteurs des fiducies

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

Placements du portefeuille de fiducies de revenu

Secteur	30 juin 2006			31 décembre 2005		
	Nombre de fiducies de revenu	Juste valeur		Nombre de fiducies de revenu	Juste valeur	
Fiducies commerciales . . .	25	7 760 703 \$	32 %	25	9 326 512 \$	30 %
Fiducies du secteur de l'énergie	28	9 221 754	38 %	28	12 069 043	38 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines	9	2 869 779	12 %	10	3 885 722	12 %
Fiducies de placement immobilier	13	4 353 989	18 %	14	6 141 088	20 %
	<u>75</u>	<u>24 206 225 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>77</u>	<u>31 422 365 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente le placement le plus important dans chaque secteur de fiducies de revenu, en pourcentage de la valeur totale de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005.

<u>Secteur</u>	<u>30 juin 2006</u>	<u>31 décembre 2005</u>
Fiducies commerciales	1,51 %	1,59 %
Fiducies du secteur de l'énergie	1,51 %	1,63 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines ..	1,32 %	1,44 %
Fiducies de placement immobilier	1,56 %	1,55 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principales fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 30 juin 2006.

<u>25 principaux placements dans des fiducies de revenu</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Pourcentage de l'actif net</u>
Boardwalk Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	295 700 \$	395 010 \$	1,56 %
Baytex Energy Trust	Parts de fiducie	230 698	382 360	1,51 %
Newalta Income Fund	Parts de fiducie	277 194	382 356	1,51 %
Penn West Energy Trust	Parts de fiducie	261 252	377 160	1,49 %
Provident Energy Trust	Parts de fiducie	338 906	375 100	1,49 %
Fonds Enerplus Resources	Parts de fiducie	269 203	365 400	1,45 %
H&R Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	305 177	363 084	1,44 %
Canadian Oil Sands Trust	Parts de fiducie	272 560	361 800	1,43 %
Freehold Royalty Trust	Parts de fiducie	305 877	357 000	1,41 %
Vermilion Energy Trust	Parts de fiducie	232 324	355 865	1,41 %
Summit Real Estate Investment Trust	Parts de fiducie	269 319	355 840	1,41 %
ARC Energy Trust	Parts de fiducie	241 613	355 600	1,41 %
Focus Energy Trust	Parts de fiducie	315 614	350 020	1,39 %
TimberWest Forest Corp.	Parts de fiducie	379 060	349 896	1,39 %
Energy Savings Income Fund	Parts de fiducie	317 677	347 800	1,38 %
Crescent Point Energy Trust	Parts de fiducie	314 516	347 097	1,37 %
Fonds de placement immobilier d'immeubles résidentiels canadiens ..	Parts de fiducie	315 623	345 086	1,37 %
Precision Drilling Trust	Parts de fiducie	327 750	345 030	1,37 %
Livingston International Income Fund ..	Parts de fiducie	334 961	343 068	1,36 %
CML Healthcare Income Fund	Parts de fiducie	319 257	341 925	1,35 %
Fonds de placement immobilier Cominar	Parts de fiducie	325 281	340 736	1,35 %
Progress Energy Trust	Parts de fiducie	294 291	340 670	1,35 %
Fiducie de placement immobilier constituée d'hôtels Legacy	Parts de fiducie	280 392	340 000	1,35 %
Fonds de placement immobilier InnVest	Parts de fiducie	339 565	339 048	1,34 %
Fonds de revenu BFI Canada	Parts de fiducie	309 175	338 130	1,34 %

Fonds de couverture

Au moyen du contrat à terme, la Fiducie est exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (appelé le portefeuille de fonds de couverture). Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse poussée.

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. C'est pourquoi le conseiller en placement cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture en choisissant parmi 14 stratégies de placement différentes. Les fonds de couverture auxquels la Fiducie est exposée sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou internationaux.

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, le Fonds a effectué des placements dans cinq nouveaux fonds de couverture (soit deux fonds d'arbitrage statistique, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds d'arbitrage sur la structure du capital et un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté) et il a demandé le rachat de ses parts auprès de trois fonds de couverture (dont deux fonds d'arbitrage sur la structure du capital et un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion).

Au 30 juin 2006, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de placements dans 38 fonds de couverture gérés par 35 gestionnaires employant 14 stratégies de couverture ou stratégies peu réactives au marché. Le conseiller en placement est d'avis que cette vaste gamme de fonds de couverture favorise la diversification nécessaire à la réalisation des objectifs risque/rendement et de rendement peu réactif au marché.

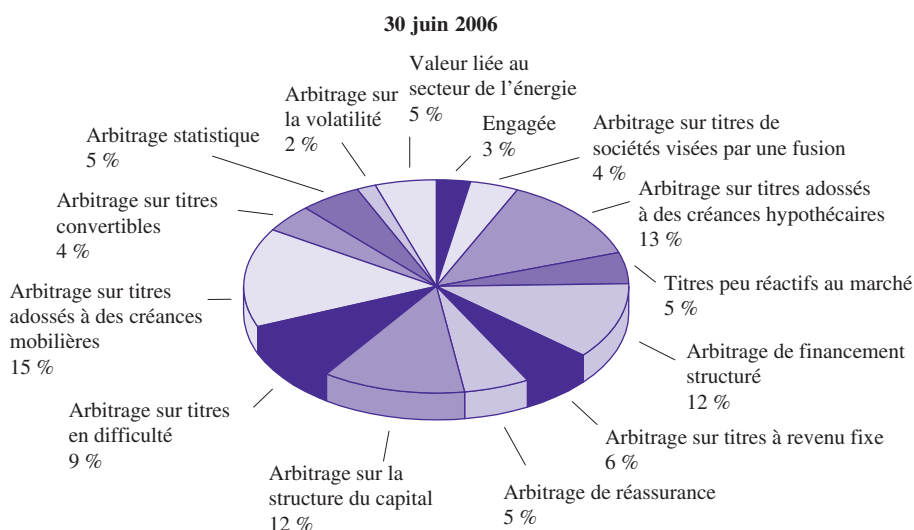
Répartition de l'actif selon la stratégie de placement des fonds de couverture

Le tableau suivant présente des renseignements sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds et auquel la Fiducie est exposée au moyen du contrat à terme. Les fonds multistratégies n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

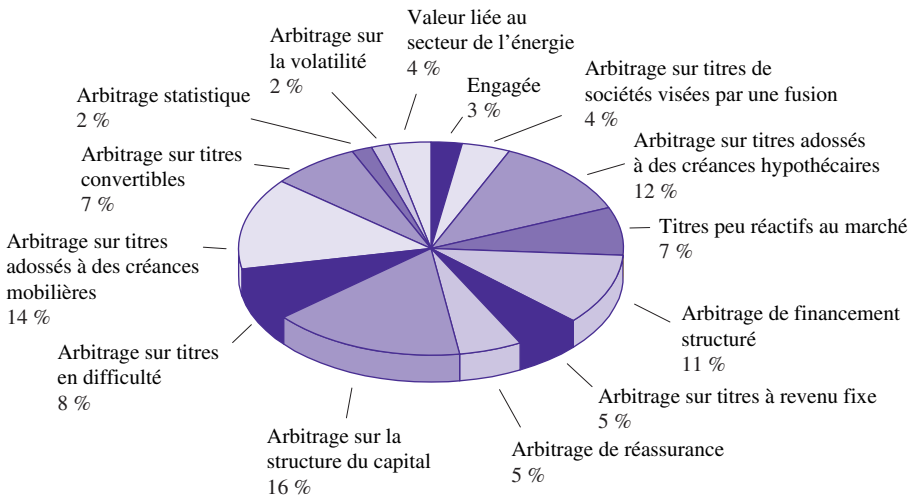
Placements du portefeuille de fonds de couverture

Stratégie	30 juin 2006			31 décembre 2005		
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur (en dollars U.S.)		Nombre de fonds de couverture	Juste valeur (en dollars U.S.)	
Engagée	1	675 264 \$	3 %	1	622 116 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	4	3 406 473	15 %	4	3 220 948	13 %
Arbitrage sur la structure du capital	2	1 247 130	5 %	4	2 673 077	11 %
Arbitrage sur titres convertibles	2	420 168	2 %	2	1 192 848	5 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5	2 594 456	11 %	3	1 935 034	8 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	3	1 205 094	5 %	2	841 169	4 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	1 438 334	6 %	2	1 361 872	6 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1	540 272	2 %	2	1 147 904	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	3 030 409	13 %	4	2 878 949	12 %
Multistratégies	5	3 736 521	16 %	5	3 938 428	16 %
Arbitrage de réassurance	2	1 292 201	5 %	2	1 267 545	5 %
Arbitrage de financement structuré	5	3 030 287	13 %	5	2 883 113	12 %
Arbitrage statistique	2	885 475	4 %	—	—	—
	<u>38</u>	<u>23 502 084 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>36</u>	<u>23 963 003 \$</u>	<u>100 %</u>

Les graphiques suivants présentent les placements dans les fonds de couverture détenus par le Fonds au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005, classés par stratégie. Les fonds de couverture multistratégies du Fonds sont répartis dans plus d'une catégorie afin de refléter les différentes stratégies utilisées. La répartition des placements par stratégie varie souvent et peut différer d'une période à l'autre.



31 décembre 2005



Le tableau qui suit présente le placement le plus important par stratégie de gestion de fonds de couverture, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005.

Stratégie	30 juin 2006	31 décembre 2005
Engagée	3,01 %	2,47 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5,23 %	4,40 %
Arbitrage sur la structure du capital	3,23 %	5,56 %
Arbitrage sur titres convertibles	1,74 %	4,21 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5,13 %	4,17 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1,90 %	1,74 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	3,92 %	3,28 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2,41 %	2,50 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4,73 %	4,02 %
Multistratégies	4,96 %	4,40 %
Arbitrage de réassurance	3,56 %	3,13 %
Arbitrage de financement structuré	3,35 %	2,85 %
Arbitrage statistique	1,98 %	—

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investissait par l'entremise du contrat à terme au 30 juin 2006. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de sa valeur liquidative à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins

de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières de la Fiducie.

<u>25 principaux placements</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Coût (en dollars américains)</u>	<u>Juste valeur (en dollars américains)</u>	<u>Pourcentage de l'actif net</u>
CRC Global Structured				
Credit Fund, Ltd.*	Actions participatives	981 021 \$	1 173 354 \$	5,23 %
Satellite Overseas				
Fund VII, Ltd.*	Actions participatives	973 830	1 152 083	5,13 %
New Ellington Credit				
Overseas, Ltd.*	Actions participatives	969 115	1 130 217	5,03 %
Fonds 175*	Actions participatives	1 002 473	1 114 484	4,96 %
Fonds 150*	Actions participatives	969 115	1 061 378	4,73 %
Fonds 146*	Actions participatives	871 753	899 535	4,01 %
Fonds 140*	Actions participatives	775 292	879 911	3,92 %
Fonds 160*	Actions participatives	775 292	876 419	3,90 %
Fonds 183*	Actions participatives	678 380	808 222	3,60 %
Fonds 158*	Actions participatives	934 106	799 238	3,56 %
Fonds 205*	Actions participatives	678 380	751 142	3,35 %
Fonds 170*	Actions participatives	677 862	724 592	3,23 %
Fonds 209*	Actions participatives	581 469	675 264	3,01 %
Fonds 200*	Actions participatives	581 469	670 331	2,99 %
Fonds 199*	Actions participatives	581 469	652 647	2,91 %
Fonds 189*	Actions participatives	484 557	559 655	2,49 %
Fonds 191*	Actions participatives	484 557	558 422	2,49 %
Fonds 186*	Actions participatives	484 557	551 771	2,46 %
Fonds 193*	Actions participatives	525 611	544 426	2,43 %
Fonds 196*	Actions participatives	484 557	541 590	2,41 %
Fonds 181*	Actions participatives	484 557	540 271	2,41 %
Fonds 210*	Actions participatives	484 557	533 135	2,37 %
Fonds 190*	Actions participatives	484 557	532 956	2,37 %
Fonds 197*	Actions participatives	484 557	522 537	2,33 %
Fonds 184*	Actions participatives	484 557	503 187	2,24 %

* Détenus par d'autres fonds de placement dont Northwater Fund Management Inc. est gérant ou conseiller.

- Le sommaire du portefeuille de placements peut varier en raison des opérations de portefeuille effectuées quotidiennement. Il n'existe aucun lien de dépendance entre la Fiducie ou Northwater Fund Management Inc. et les fonds de couverture auxquels elle a accès. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.

La Fiducie détenait également 368 183 actions dans Corporation Nortel Networks et 15 375 actions dans Research in Motion Ltd. au 30 juin 2006. La valeur au marché des actions de Corporation Nortel Networks et de Research in Motion Ltd., en pourcentage de l'actif net de la Fiducie, était de 3,62 % et de 4,74 %, respectivement, au 30 juin 2006. La Fiducie ne court aucun risque économique du fait qu'elle détient ces titres dans Corporation Nortel Networks et dans Research in Motion Ltd., car ces actions ont été vendues, en vertu du

contrat à terme, à un prix établi en fonction du rendement du portefeuille de fonds de couverture.

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.

Les placements dans les fiducies de revenu qui sont inscrites à une bourse des valeurs mobilières sont évalués au cours vendeur de clôture. Le processus d'établissement de la valeur des placements dans des fiducies de revenu à l'égard desquelles aucun cours du marché n'est publié est fondé sur la moyenne du cours acheteur et du cours vendeur à la clôture ou sur le cours vendeur le plus récent 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 liquidative définitive ou provisoire des fonds de couverture fournie par leur gestionnaire ou l'entité chargée de leur administration. 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 du semestre terminé le 30 juin 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie a fluctué entre 9,62 \$ et 10,21 \$ (entre 8,68 \$ et 9,28 \$ au cours de la période du 25 février 2005 au 30 juin 2005), compte tenu des distributions effectuées.

Le prix du marché des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 8,08 \$ et 9,50 \$ (entre 9,35 \$ et 10,45 \$ au cours de la période du 25 février 2005 au 30 juin 2005).

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,48 \$ par part (pour un total de 1 477 225 \$), contre des distributions de 0,32 \$ par part pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (pour un total de 1 040 000 \$).

La Fiducie est tenue de distribuer la totalité de son revenu net et de ses gains en capital nets réalisés pour ne pas être assujettie à l'impôt en vertu de la Partie I de *Loi de l'impôt sur le revenu*. La récente modification de la règle sur les biens étrangers s'appliquant aux caisses de retraite et aux autres régimes de retraite à

imposition différée n'a eu aucune incidence sur la nature des distributions imposables effectuées par la Fiducie.

La nature des distributions mensuelles à des fins fiscales a été 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 qu'elle verse, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée à ces lois à mesure qu'elles surviennent.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 mars 2005	15 avril 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$
30 avril 2005	15 mai 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$
31 mai 2005	15 juin 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$
30 juin 2005	15 juillet 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$
31 juillet 2005	15 août 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$
31 août 2005	15 septembre 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	0,00951 \$
			0,08000 \$

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
30 septembre 2005	15 octobre 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	<u>0,00951 \$</u>
			0,08000 \$
31 octobre 2005	15 novembre 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	<u>0,00951 \$</u>
			0,08000 \$
30 novembre 2005	15 décembre 2005	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	<u>0,00951 \$</u>
			0,08000 \$
31 décembre 2005	13 janvier 2006	Remboursement de capital	0,04414 \$
		Revenu, autre	0,02382 \$
		Dividendes	0,00253 \$
		Gain réalisé	<u>0,00951 \$</u>
			0,08000 \$
31 janvier 2006	15 février 2006	À déterminer	0,08000 \$
28 février 2006	15 mars 2006	À déterminer	0,08000 \$
31 mars 2006	15 avril 2006	À déterminer	0,08000 \$
30 avril 2006	15 mai 2006	À déterminer	0,08000 \$
31 mai 2006	15 juin 2006	À déterminer	0,08000 \$
30 juin 2006	14 juillet 2006	À déterminer	0,08000 \$

Achats aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue de racheter jusqu'à 1,25 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix 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 jusqu'à 325 000 parts durant la période allant du 7 juillet 2005 au 6 juillet 2006, 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 rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a acheté 87 800 parts aux fins d'annulation en vertu de ces programmes (72 800 parts achetées pour la période allant du 25 février 2005 au 31 décembre 2005).

Rachats

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis de rachat transmis au gérant au moins 45 jours avant la date visée. Les parts ne seront rachetées que le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »), et la Fiducie se réserve le droit de suspendre les rachats en certaines circonstances. Les porteurs dont les parts sont rachetées reçoivent 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 rachat à l'égard des parts présentées au rachat sont également versées à la date de paiement. Abstraction faite de ce qui précède, la Fiducie n'est 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. Si le nombre de parts présentées au 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 au rachat, le rachat des parts est effectué au prorata.

Au 30 juin 2006, 766 791 parts avaient été présentées au rachat. Comme le nombre de parts présentées au rachat dépassait 15 % des parts en circulation à la date de rachat, les parts ont été rachetées au prorata. Le 26 juillet 2006, un total de 463 410 parts a été racheté à la valeur liquidative par part au 30 juin 2006, soit 9,6166 \$, pour une contrepartie en numéraire de 4 456 428 \$.

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers consolidés 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 consolidés et dans les autres parties du rapport incombe au gérant.

Le gérant prend les moyens nécessaires pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité des renseignements financiers. Les états financiers consolidés 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 consolidés.



BENITA M. WARBOLD, CA
Administratrice déléguée et
chef des finances
Northwater Fund Management Inc.



SHAUNA CASSIDY, CFA
Vice-présidente
Northwater Fund Management Inc.

Le 23 août 2006

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États consolidés de l'actif net

	30 juin 2006 (non vérifié)	31 décembre 2005 (non vérifié)
Actif		
Trésorerie et instruments du marché monétaire	1 289 699 \$	1 207 370 \$
Placements dans des fiducies de revenu, à la juste valeur (note 3) (coût : 22 904 989 \$ en 2006; 29 017 144 \$ en 2005)	24 206 225	31 422 365
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût : 24 344 784 \$ en 2006; 27 071 548 \$ en 2005)	26 258 877	27 847 406
Placements dans des fonds de couverture payés d'avance	—	464 840
Distribution à recevoir	264 928	232 904
Montant à recevoir au titre de la vente de placements dans des fonds de couverture	127 915	—
Montant à recevoir au titre de la vente de placements dans des fiducies de revenu	5 265 937	—
	<u>57 413 581</u>	<u>61 174 885</u>
Passif		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	73 610	72 761
Frais de service à payer (note 4)	65 096	33 377
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 4)	69 344	92 883
Frais liés au contrat à terme à payer (note 4)	11 727	—
Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 5)	—	1 116
Vente à l'avance de placements dans des fonds de couverture	1 245 214	—
Montant à payer au titre de la liquidation d'un instrument de capitaux propres	606 163	—
Distribution à payer (note 7)	247 152	254 176
Emprunt à payer (note 8)	3 050 000	3 049 244
Rachat à payer	4 456 429	—
Montant dû au cocontractant (note 6)	22 335 901	26 632 789
	<u>32 160 635</u>	<u>30 136 346</u>
Actif net	<u>25 252 945 \$</u>	<u>31 038 539 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 9)		
Capital social	24 487 357	29 627 390
Bénéfices non répartis	765 588	1 411 149
Total	<u>25 252 945 \$</u>	<u>31 038 539 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 9)	<u>2 625 990</u>	<u>3 177 200</u>
Valeur liquidative par part	<u>9,62 \$</u>	<u>9,77 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Northwater Fund Management Inc.

Par : Par : 

Les notes ci-jointes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États consolidés des résultats

	Semestre terminé le 30 juin 2006 (non vérifié)	Période du 25 février au 30 juin 2005 (non vérifié)
Revenu de placement		
Distributions	1 388 397 \$	946 854 \$
Intérêts	<u>58 711</u>	<u>8 502</u>
	<u>1 447 108</u>	<u>955 356</u>
Charges		
Frais de service (note 4)	65 485	30 611
Frais liés au contrat à terme (note 4)	103 527	55 831
Frais de gestion (note 4)	74 834	25 669
Honoraires de conseil (note 4)	146 615	84 257
Honoraires de vérification	28 746	20 604
Honoraires du comité consultatif	5 074	8 091
Droits de garde	26 393	19 800
Frais juridiques	3 668	31 284
Frais d'information aux porteurs de titres	75 217	10 780
Intérêts	77 978	29 184
Frais d'administration	4 198	—
Autres frais	<u>2 014</u>	<u>5 062</u>
	<u>613 749</u>	<u>321 173</u>
Revenu de placement net	<u>833 359</u>	<u>634 183</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net réalisé (perte) sur :		
placements dans des fonds de couverture	207 515	—
placements dans des fiducies de revenu	513 006	(63 733)
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
placements dans des fonds de couverture	1 138 236	(60 015)
placements dans des fiducies de revenu	(1 103 985)	(20 311)
Coût de change et autres coûts liés au contrat à terme	<u>(638 907)</u>	<u>(235 196)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour la période	<u>115 865 \$</u>	<u>(379 255) \$</u>
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période	<u>949 224 \$</u>	<u>254 928 \$</u>
Augmentation de l'actif net liée aux activités, par part pour la période*	<u>0,31 \$</u>	<u>0,08 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours du semestre.

Les notes ci-jointes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États consolidés de l'évolution de l'actif net

	Semestre terminé le 30 juin 2006 (non vérifié)	Période du 25 février au 30 juin 2005 (non vérifié)
Actif net au début de la période	31 038 539 \$	— \$
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période	<u>949 224</u>	<u>254 928</u>
Opérations sur parts (note 9)		
Parts rachetées et annulées	(801 165)	—
Parts rachetées	(4 456 428)	—
Parts émises, déduction faite de la rémunération des placeurs pour compte	—	30 793 750
Frais de placement déduits	<u>—</u>	<u>(487 500)</u>
	<u>26 730 170</u>	<u>30 561 178</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 7)	<u>(1 477 225)</u>	<u>(1 040 000)</u>
Actif net à la fin de la période	<u><u>25 252 945 \$</u></u>	<u><u>29 521 178 \$</u></u>

Les notes ci-jointes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

États consolidés des flux de trésorerie

	Semestre terminé le 30 juin 2006 (non vérifié)	Période du 25 février au 30 juin 2005 (non vérifié)
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation de l'actif net liée aux activités	949 224 \$	254 928 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fiducies de revenu	1 103 985	20 311
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fonds de couverture	(1 138 236)	60 015
Perte réalisée (gain) sur les placements dans des fiducies de revenu	(513 006)	63 733
Perte réalisée (gain) sur les placements dans des fonds de couverture	(207 515)	—
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	19 640	143 299
Variation des comptes débiteurs	(32 024)	(229 144)
Variation de montant à payer à la cocontractant	(50 043)	—
Acquisition de placements dans des fiducies de revenu	(8 097 519)	(33 445 123)
Acquisition de placements dans des fonds de couverture	(1 859 360)	(27 851 166)
Achat d'actions ordinaires	—	(3 030 487)
Produit de la vente de placements dans des fiducies de revenu ...	9 607 372	3 480 758
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture ..	6 375 780	—
Produit du règlement des actions ordinaires	454 428	—
	<u>6 612 726</u>	<u>(57 502 389)</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Rachat de parts	(801 165)	—
Avance sur (remboursement de) l'emprunt	757	3 048 834
Distributions versées aux porteurs de parts de la Fiducie	(1 484 249)	(780 000)
Émission de parts du Fonds	—	28 572 344
Rachat de parts du Fonds	(4 245 740)	—
Émission de parts de la Fiducie	—	30 793 750
Paiement de frais de placement	—	(487 500)
	<u>(6 530 397)</u>	<u>58 116 941</u>
Augmentation nette de la trésorerie et des placements à court terme	82 329	614 552
Trésorerie et placements à court terme au début de la période	<u>1 207 370</u>	—
Trésorerie et placements à court terme à la fin de la période	<u><u>1 289 699 \$</u></u>	<u><u>614 552 \$</u></u>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	84 004 \$	30 350 \$

Les notes ci-jointes font partie intégrante des présents états financiers consolidés.

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

État consolidé des titres en portefeuille
30 juin 2006

	<u>Nombre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur ou valeur marchande</u>	<u>Pourcentage du portefeuille de placements</u>
Portefeuille de fiducies de revenu				
Advantage Energy Income Fund	14 900	311 397 \$	290 401 \$	
Algonquin Power Income Fund	32 300	333 099	308 465	
AltaGas Income Trust	11 600	287 516	336 400	
ARC Energy Trust	12 700	241 613	355 600	
Baytex Energy Trust	15 800	230 698	382 360	
Fonds de revenu Bell Nordiq	18 400	323 799	337 272	
Fonds de revenu BFI Canada	11 700	309 175	338 130	
Boardwalk Real Estate Investment Trust	15 400	295 700	395 010	
Bonavista Energy Trust	9 300	284 527	325 500	
Calloway Real Estate Investment Trust	13 800	265 446	337 410	
Calpine Power Income Fund	31 800	356 653	310 050	
Fonds de placement immobilier d'immeubles résidentiels				
canadiens	21 029	315 623	345 086	
Canadian Oil Sands Trust	10 050	272 560	361 800	
Canadian Real Estate Investment Trust	13 600	257 547	327 760	
Canetic Resources Trust	12 712	306 605	293 647	
CCS Income Trust	8 500	188 183	314 500	
Chartwell Seniors Housing REIT	22 800	332 648	317 604	
Cinram International Income	11 700	299 169	305 370	
CML Healthcare Income Fund	23 500	319 257	341 925	
Fonds de placement immobilier				
Cominar	17 600	325 281	340 736	
Consumers' Waterheater Income Fund (The)				
	21 900	343 501	298 278	
Crescent Point Energy Trust	15 900	314 516	347 097	
Fonds de revenu Davis + Henderson	15 900	352 346	281 430	
Daylight Energy Trust	26 500	289 629	291 500	
Energy Savings Income Fund	18 800	317 677	347 800	
Fonds Enerplus Resources	5 800	269 203	365 400	
Enterra Energy Trust	16 100	380 335	242 788	
Epcor Power LP	10 000	352 371	330 000	
Esprit Energy Trust	27 500	318 671	319 275	
Fairborne Energy Trust	22 300	340 366	292 130	
Focus Energy Trust	14 800	315 614	350 020	
Fiducie houillère canadienne				
Fording	7 500	273 756	264 375	

	Nombre d'actions/ de parts	Coût	Juste valeur ou valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placements
Fort Chicago Energy Partners L.P. . . .	28 500	340 265	332 310	
Freehold Royalty Trust	17 000	305 877	357 000	
Société en commandite Gaz Métro . . .	17 100	378 552	277 020	
GMP Capital Trust	12 600	256 795	296 478	
Fonds de revenu Great Lakes Hydro . .	18 000	356 039	320 580	
H&R Real Estate Investment Trust . . .	15 800	305 177	363 084	
Harvest Energy Trust	9 497	291 372	315 395	
Fonds de placement immobilier				
InnVest	27 700	339 565	339 048	
Inter Pipeline Fund	33 100	308 447	328 021	
Keyera Facilities Income Fund	15 200	233 957	329 840	
Labrador Iron Ore Royalty Income Fund	10 900	293 872	259 747	
Fiducie de placement immobilier constituée d'hôtels Legacy	40 000	280 392	340 000	
Livingston International Income Fund	13 200	334 961	343 068	
Mullen Group Income Fund	10 600	345 550	306 340	
NAL Oil & Gas Trust	16 600	239 391	332 000	
Newalta Income Fund	11 700	277 194	382 356	
Northland Power Income Fund	22 600	322 172	327 474	
Paramount Energy Trust	17 200	302 970	318 200	
Pembina Pipeline Income Fund	20 400	286 292	331 500	
Pengrowth Energy Trust – Class B Trust Unit	12 700	238 451	330 835	
Penn West Energy Trust	8 400	261 252	377 160	
Peyto Energy Trust	13 200	344 806	312 576	
Precision Drilling Trust	9 300	327 750	345 030	
Primaris Retail Real Estate Investment Trust	18 000	246 820	292 500	
PrimeWest Energy Trust	9 600	286 666	321 600	
Progress Energy Trust	20 900	294 291	340 670	
Provident Energy Trust	27 500	338 906	375 100	
Fonds de placement immobilier – Résidence pour retraités	34 574	350 043	264 491	
Fonds de placement immobilier				
Riocan	15 500	290 420	335 420	
Shiningbank Energy Income Fund	13 200	299 016	279 840	
Summit Real Estate Investment Trust	13 900	269 319	355 840	
Sunrise Senior Living Real Estate Investment Trust	26 600	327 534	272 650	
Superior Plus Income Fund	15 100	424 282	166 100	
Teranet Income Fund	31 100	303 729	305 713	
TimberWest Forest Corp.	24 400	379 060	349 896	
S.E.C. TransAlta Énergie	38 300	385 499	334 359	

	Nombre d'actions/ de parts	Coût	Juste valeur ou valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placements
TransForce Income Fund	17 352	294 332	294 116	
Trilogy Energy Trust	16 000	326 710	302 400	
Trinidad Energy Services Income Trust	19 000	199 970	337 440	
UE Waterheater Income Fund	23 200	311 231	335 240	
Vermilion Energy Trust	10 300	232 324	355 865	
Westshore Terminals Income Fund ...	27 100	358 366	289 428	
Fonds de revenu Pages Jaunes	20 955	290 891	337 376	
		<u>22 904 989</u>	<u>\$ 24 206 225</u>	<u>46,83</u> %
Portefeuille de fonds de couverture				
Engagée		669 208	\$ 754 473	
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières		3 359 744	3 806 051	
Arbitrage sur la structure du capital ..		1 337 819	1 393 418	
Arbitrage sur titres convertibles		423 246	469 453	
Arbitrage sur titres en difficulté		2 633 860	2 898 786	
Valeur liée au secteur de l'énergie ...		1 366 300	1 346 452	
Arbitrage sur titres à revenu fixe		1 449 951	1 607 051	
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion		557 673	603 646	
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires		3 122 971	3 385 876	
Multistratégies		3 776 116	4 174 814	
Arbitrage de réassurance		1 632 648	1 443 776	
Arbitrage de financement structuré ...		3 122 970	3 385 739	
Arbitrage statistique		892 278	989 342	
		<u>24 344 784</u>	<u>26 258 877</u>	<u>50,70</u> %
Total des placements				
Trésorerie		590 889	590 889	1,12 %
Effets de commerce**				
Macro Trust		<u>698 257</u>	<u>698 810</u>	<u>1,35</u> %
Trésorerie et placements à court terme				
		<u>1 289 146</u>	<u>1 289 699</u>	<u>2,47</u> %
Total des placements				
			<u>51 754 801</u>	<u>100,00</u> %
Passif net				
			<u>(26 501 856)</u>	
Actif net et capitaux propres				
			<u>25 252 945</u>	

	<u>Nombre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur ou valeur marchande</u>	<u>Pourcentage du portefeuille de placements</u>
Portefeuille d'actions ordinaires				
Corporation Nortel Networks ¹⁾	368 183	1 295 135	913 094	
Research In Motion Ltd ¹⁾	<u>15 375</u>	<u>1 295 390</u>	<u>1 196 175</u>	
		<u>2 590 525</u>	<u>2 109 269</u>	
Moins la valeur cédée en garantie au cocontractant aux termes du contrat à terme		(2 590 525)	(2 109 269)	
Actif net et capitaux propres			<u>25 252 945</u> \$	

** Les placements à court terme détenus au 30 juin 2006 ont un rendement de 4,43 %.

1) Titres cédés en garantie au cocontractant dans le cadre du contrat à terme (note 6).

NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS^{PLUS}

Notes afférentes aux états financiers consolidés

Semestre terminé le 30 juin 2006 et chiffres correspondants de la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005

(non vérifié)

1. Établissement et activités de la Fiducie

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. Les présents états financiers consolidés comprennent les comptes d'Enhancement Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée constituée le 15 février 2005 en vertu de la loi intitulée *Companies Law (2003 Revision)* des îles Caïmans. La Fiducie et le Fonds ont commencé leurs activités le 25 février 2005. Les parts de la Fiducie 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 liquidation ») et son actif net sera alors distribué au prorata aux porteurs de parts, à moins qu'une autre date de liquidation plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin.

Les actifs de la Fiducie, investis dans de la trésorerie, des placements à court terme, des contrats à terme sur devises, des fiducies de revenu et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») auxquels s'ajoute un contrat à terme, apportent 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.

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle convention comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les comptes d'Enhancement Fund Limited, société exonérée des îles Caïmans (le « Fonds ») dont les comptes sont présentés en dollars américains, sont inclus dans les états financiers consolidés de la Fiducie. La Fiducie ne détient aucune participation dans le Fonds et elle est exposée à la plupart des risques et des avantages économiques du Fonds à travers le contrat à terme. Une analyse du contrat à terme est présentée ci-après à la note 6 afférente aux états financiers consolidés.

2. Principales conventions comptables

Ces états financiers consolidés sont préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada et ils sont libellés en dollars canadiens. Les chiffres correspondants portent sur la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2006.

La Fiducie a mis en application pour la première fois les dispositions de la note d'orientation 15 intitulée Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities) durant le semestre terminé le 30 juin 2006, avec application rétroactive à la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2006.

a) Périmètre de consolidation

Ces états financiers consolidés comprennent les comptes de la Fiducie et du Fonds. Les états financiers de la Fiducie et du Fonds ont été consolidés conformément aux directives de la note d'orientation 15, Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities), étant donné que la Fiducie est exposée, à travers le contrat à terme, à la plupart des risques économiques encourus par le Fonds.

b) 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 »).

La trésorerie et les placements à court terme sont composés de dépôts dans des comptes portant intérêt et de placements à court terme dont l'échéance est de moins de 90 jours au moment de l'achat. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur d'instruments du même type 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 de valeurs 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 réalisés sont calculés au coût moyen. Le revenu provenant des distributions est comptabilisé à la date ex-dividende ou à la date ex-distribution, selon le montant brut.

Les placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché sont évalués à la valeur définitive de l'actif net présentée

par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur provisoire la plus récente de l'actif net déterminée selon les rendements préliminaires présentés par ces mêmes gestionnaires ou entités. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme un gain ou une perte non réalisé sur les placements dans des fonds de couverture. Le calcul des gains et des pertes réalisés et non réalisés est fondé sur le coût moyen.

c) Conversion des devises

L'actif et le passif libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la fin de la période. Les produits et charges libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen de l'exercice. Les gains et les pertes de change sont constatés dans les coûts de change.

d) 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 tenue 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 du règlement à payer au titre des contrats à terme correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie verse ou reçoit 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 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 le plus fidèlement la juste valeur, compte tenu de la valeur marchande courante de la participation sous-jacente. La valeur nominale des contrats à terme n'est pas comptabilisée à titre d'élément d'actif dans l'état de l'actif net.

e) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers consolidés 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.

f) **Chiffres correspondants**

Certains chiffres correspondants de 2005 ont été reclassés selon la présentation adoptée pour les états financiers de 2006.

3. **Placements dans des fiducies de revenu et des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché**

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

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Période du 25 février au 30 juin 2005
Fiducies de revenu, au coût, au début de la période	29 017 144 \$	— \$
Coût des fiducies de revenu acquises	8 248 148	33 445 123
Coût des fiducies de revenu cédées	<u>(14 360 303)</u>	<u>(3 544 491)</u>
Fiducies de revenu, au coût, à la fin de la période	22 904 989	29 900 632
Plus-value (moins-value) non réalisée des fiducies de revenu	<u>1 301 236</u>	<u>(20 311)</u>
Valeur marchande des fiducies de revenu à la fin de la période	<u>24 206 225 \$</u>	<u>29 880 321 \$</u>
Produit de la vente des fiducies de revenu	14 873 309 \$	3 480 758 \$
Coût des fiducies de revenu cédées	<u>(14 360 303)</u>	<u>(3 544 491)</u>
Gain net réalisé sur les fiducies de revenu	<u>513 006 \$</u>	<u>(63 733) \$</u>

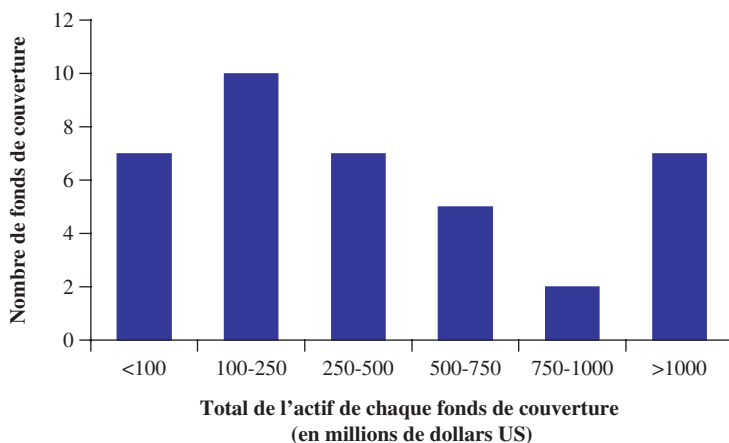
La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché du Fonds au moyen du contrat à terme. Les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui font partie du portefeuille du Fonds sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, qui comprennent essentiellement les Bermudes, les îles Caïmans et les îles Vierges britanniques. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants du gérant et du conseiller en placement, dont ils assument la rémunération. Cette rémunération comprend des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent en général entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement, se situant en général entre 10 % et 20 % du revenu net gagné au-delà d'un seuil préétabli. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants des portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché

n'est pas calculée ni présentée séparément par le Fonds, mais incluse dans l'évaluation de chaque fonds. Les modalités de rachat des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché varient, les préavis allant en général de 30 à 180 jours. Les placements dans les fonds de couverture du Fonds peuvent être assujettis à des dispositions de blocage.

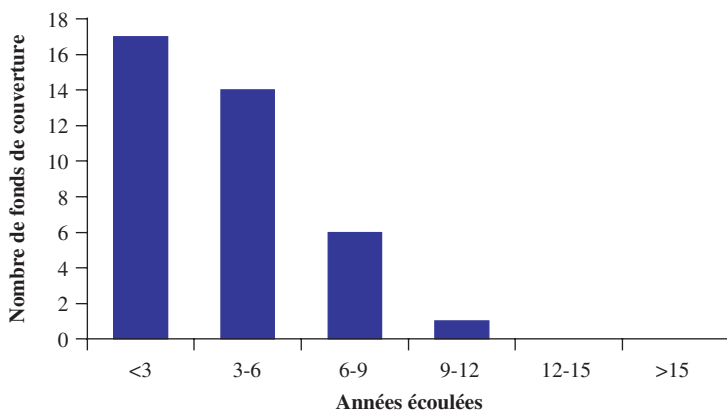
Le tableau suivant résume les opérations de placement dans les fonds de couverture effectuées par le Fonds au cours de la période :

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Période du 25 février au 30 juin 2005
Fonds de couverture, au coût, au début de la période	27 071 548 \$	— \$
Coût des fonds de couverture acquis	2 324 200	27 360 406
Coût des fonds de couverture cédés	<u>(5 050 965)</u>	<u>—</u>
Fonds de couverture, au coût, à la fin de la période	24 344 784	27 360 406
Plus-value (moins-value) non réalisée des fonds de couverture	<u>1 914 094</u>	<u>(60 015)</u>
Valeur marchande des fonds de couverture à la fin de la période	26 258 877 \$	27 300 391 \$
Produit de la vente de fonds de couverture	5 258 480 \$	— \$
Coût des fonds de couverture cédés	<u>(5 050 965)</u>	<u>—</u>
Gain net réalisé (perte) sur les fonds de couverture	<u>207 515 \$</u>	<u>— \$</u>

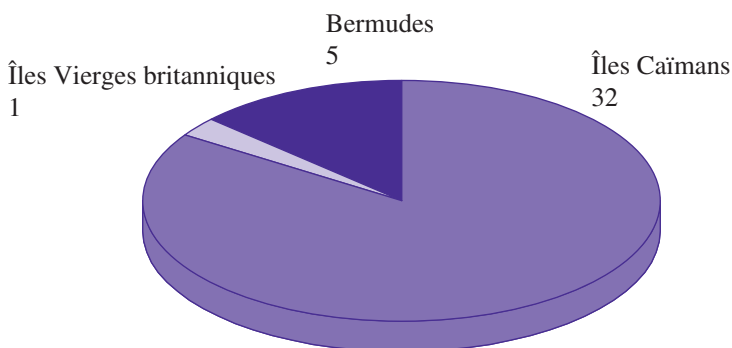
Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 30 juin 2006. Les fonds de couverture sont classés selon leur volume au 30 juin 2006.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 30 juin 2006. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture par domiciliation au 30 juin 2006.



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

La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») pour agir à titre de gérant selon les modalités d'une entente de gestion datée du 15 février 2005. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement 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. Il est également inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée, ainsi que 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 inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi 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. Il est aussi membre de la National Futures Association des États-Unis (la « NFA »).

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

La Fiducie paie au gérant des frais de service qui correspondent à 0,40 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Le gérant en reverse une part 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 liés au contrat à terme correspondant à environ 0,60 % par année de la valeur marchande de Enhancement Fund Limited (le « Fonds ») sont payables au cocontractant du contrat à terme. Ces frais sont majorés des coûts de levier financier pouvant varier en fonction de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires et ils sont calculés et payés mensuellement, à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 5).

Le Fonds verse également au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,00 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement, à terme

échu. Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de conseil imputés se sont élevés à 146 615 \$ (129 756 \$ US).

5. Contrats de change à terme

La Fiducie conclut des contrats de change à terme afin de protéger les titres en portefeuille et les passifs libellés en devises contre les fluctuations des taux de change. Aucun contrat n'était en cours pendant le semestre terminé le 30 juin 2006.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, le montant total des commissions et des autres frais d'opérations que la Fiducie a payé ou doit payer aux courtiers s'est chiffré à 59,90 \$ (187,13 \$ pour l'exercice allant du 25 février 2005 au 31 décembre 2005).

6. Contrat à terme de gré à gré

Le 31 mars 2005, 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 à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture ») détenu par 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 2006 s'établissait à 99 %. La Fiducie a cédé 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 liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du levier financier assumé par le cocontractant afin de fournir le rendement du Fonds, et des coûts afférents. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite du coût du levier. 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 sa valeur est contrebalancée par une augmentation ou diminution correspondante de la valeur du contrat à terme.

Le tableau suivant résume le montant dû au cocontractant au titre du contrat à terme :

	<u>30 juin 2006</u>	<u>31 décembre 2005</u>
Placement effectué par le cocontractant dans le Fonds, déduction faite des rachats	25 082 185 \$	29 283 248 \$
Montant dû par le cocontractant sur le portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite des remboursements	(2 109 269)	(2 909 344)
Gain non réalisé (perte) sur le contrat à terme	<u>(637 015)</u>	<u>258 885</u>
Montant net à payer au cocontractant	<u><u>22 335 901 \$</u></u>	<u><u>26 632 789 \$</u></u>

La valeur nominale du contrat à terme au 30 juin 2006 s'établissait à 21 285 537 \$ US et 2 590 595 \$ CA (24 900 000 \$ US et 3 030 500 \$ CA au 31 décembre 2005). Pendant le semestre terminé le 30 juin 2006, le cocontractant a racheté 361,2308 actions participatives du Fonds pour 4 245 740 \$ (3 800 000 \$ US) et il a versé 454 428 \$ à la Fiducie par suite d'une réduction de la valeur nominale du contrat à terme, en contrepartie d'un règlement partiel du portefeuille d'actions ordinaires.

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 2006, la notation du cocontractant était de 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 notation du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

7. Distributions

La Fiducie a pour objectif de verser aux porteurs de parts des distributions mensuelles offrant un rendement annuel de 9,5 % sur le prix d'émission initial des parts. Pour obtenir ce rendement annuel ciblé, les distributions mensuelles sont composées des distributions reçues par la Fiducie sur le portefeuille de fiducies de revenu, ainsi que d'une distribution supplémentaire annuelle de 3,5 % sur le prix d'émission initial des parts tirée du rendement de Enhancement Fund Limited.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,48 \$ par part (pour un total de 1 477 225 \$), contre des distributions de 0,32 \$ par part pour la période allant du 25 février 2005 au 30 juin 2005 (pour un total de 1 040 000 \$).

8. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Le montant de la facilité de crédit alloué à la Fiducie pour lui permettre de mettre en oeuvre sa stratégie de placement ne peut excéder 10 % du total de son actif, tel qu'il est établi au moment de l'emprunt. Des emprunts additionnels en vertu de la facilité de crédit peuvent être effectués pour les besoins du fonds de roulement, à condition que le montant total de l'encours 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 excède 20 % du total de l'actif de la Fiducie, le fiduciaire fera en sorte que la Fiducie vende des parts de fiducies de revenu 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 de crédit, le recours de la banque sera limité à l'actif de la Fiducie.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, le solde de l'emprunt bancaire est resté fixe à 3 050 000 \$ (il a varié entre 2 800 000 \$ et 3 050 000 \$ pendant l'exercice allant du 25 février 2005 au 31 décembre 2005).

9. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et représentent une participation égale indivise dans 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.

La Fiducie, grâce à son premier appel public à l'épargne 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. Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a acheté aux fins d'annulation 87 800 parts au cours du semestre terminé le 30 juin 2006 (aucune durant le semestre terminé le 30 juin 2005).

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis de rachat transmis au gérant au moins 45 jours avant cette date. Les parts ne seront rachetées que le 30 juin de chaque année (la « date de rachat »), et la Fiducie se réserve le droit de suspendre les rachats en certaines circonstances. Les porteurs dont les parts sont rachetées reçoivent 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 rachat à l'égard des parts présentées au rachat sont également payées à la date de paiement. Abstraction faite de ce qui précède, la Fiducie n'est 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. Si le nombre de parts présentées au 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 au rachat, le rachat des parts est effectué au prorata.

Au 30 juin 2006, 766 791 parts avaient été présentées au rachat. Comme le nombre de parts présentées au rachat dépassait 15 % des parts en circulation à la date de rachat, les parts ont été rachetées au prorata. Le 26 juillet 2006, un total de 463 410 parts a été racheté à la valeur liquidative par part au 30 juin 2006, soit 9,6166 \$, pour une contrepartie en numéraire de 4 456 428 \$.

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) effectuées au cours des semestres indiqués :

Semestre terminé le 30 juin 2006	Parts en circulation	Capital social	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au				
31 décembre 2005	3 177 200	29 627 390 \$	1 411 149 \$	31 038 539 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour le semestre	—	—	949 224	949 224
Parts émises au cours du semestre	—	—	—	—
Parts annulées au cours du semestre	(87 800)	(818 735)	17 570*	(801 165)
Parts rachetées	(463 410)	(4 321 298)	(135 130)	(4 456 428)
Distributions			(1 477 225)	(1 477 225)
Solde au 30 juin 2006	<u>2 625 990</u>	<u>24 487 357 \$</u>	<u>765 588 \$</u>	<u>25 252 945 \$</u>

Semestre terminé le 30 juin 2005	Nombre de parts	Capital social	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 25 février 2005	—	— \$	— \$	— \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour le semestre	—	—	254 928	254 928
Parts émises durant le placement pour un produit brut (déduction faite de la rémunération des preneurs fermes)	3 250 000	30 793 750	—	30 793 750
Frais de placement		(487 500)	—	(487 500)
Parts annulées au cours du semestre		—	—	—
Distributions			(1 040 000)	(1 040 000)
Solde au 30 juin 2005	<u>3 250 000</u>	<u>30 306 250</u> \$	<u>(785 072)</u> \$	<u>29 521 178</u> \$

* Représente l'excédent de la valeur comptable sur le coût des parts rachetées.

10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2005, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). 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 en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés tirés de ses placements, est payée ou payable aux porteurs de parts chaque année civile, elle n'a 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 est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit à l'égard de l'impôt. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2005, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital ni d'aucun report de pertes en capital.

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 entreprise, 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 passifs 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 pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, dommage, perte, action et procédure de toute sorte découlant du fait qu'il détient le 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;
- 6) une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fautive ou trompeuse faite par la Fiducie ou à toute défaillance volontaire causée par celle-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs de la Fiducie et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les

vérificateurs de la Fiducie concernant les services offerts à la Fiducie par ses vérificateurs, sauf si une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs de la Fiducie;

- 7) 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.

Chef de file en matière d'innovations financières depuis janvier 1989, Northwater Capital Management Inc. propose des solutions de portefeuille personnalisées à la communauté financière internationale par l'entremise de sa plateforme exclusive de portefeuilles (Portfolio Platform™) qui offre l'adaptabilité et la diversité nécessaires pour satisfaire une gamme de besoins en placement.

L'entreprise est réputée pour sa capacité d'indexation qui permet aux investisseurs d'avoir accès à faible coût aux marchés des actions et des instruments à taux fixe internationaux. De plus, grâce à son expertise en création de portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui génèrent des rendements constants dans des conjonctures de marché normales et extrêmes, Northwater est en mesure d'offrir une source fiable de plus-value de gestion. La technologie éprouvée de Northwater en matière de structuration tient compte de ces deux composantes en vue de créer une source de valeur ajoutée permettant d'atteindre les objectifs des investisseurs en termes de ratio risque/rendement de façon efficace et rentable.

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif quelle gère jusqu'à un total d'environ 10,6 G\$ CA, dont 4,5 G\$ CA en fonds de couverture au 31 décembre 2005. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

Northwater prodigue des conseils à des clients institutionnels au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni et dans le reste de l'Europe. Elle a des bureaux à Toronto, à New York et à Chicago.

Northwater agit à titre de conseiller de Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus} et également des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Market-Neutral Trust, créée en 1997, constitue le premier instrument de placement négocié en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.
- Northwater Five-Year Market-Neutral Trust, lancée en 2004.

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

GÉRANT

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 D'ENHANCEMENT FUND LIMITED

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

CONSEILLER JURIDIQUE

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

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers LLP
Bureau 3000, Boîte 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto (Ontario) M5K 1G8

POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :

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

Pour connaître la valeur liquidative la plus récente, veuillez composer le 1 (888) 429-8774.

Symbole TSE : NTP.UN



