

**NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS**

**NORTHWATER**

**Northwater Top 75 Income Trusts PLUS**  
**Rapport semestriel**  
**30 juin 2008**  
**(non vérifié)**





## HISTORIQUE

### HISTORIQUE

Northwater Top 75 Income Trusts <sup>Plus</sup> (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2008, 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 du Fonds . . . . .	4
Responsabilité de la direction . . . . .	24
États financiers non vérifiés . . . . .	25
Northwater Capital Management Inc. . . . .	53


### MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Top 75 Income Trusts<sup>Plus</sup> (la « Fiducie ») est une fiducie à capital fixe placée 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 stratégie neutre, 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 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 8,35 \$. Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions s'établit à 6,29 %. Comparativement, sur la même période, l'indice plafonné des fiducies de revenu canadiennes S&P/TSX a progressé de 24,49 %, l'indice DEX Universe Bond a enregistré un rendement de 2,21 %, l'indice composé S&P/TSX a gagné 5,99 % et l'indice S&P 500 a perdu 11,91 % en dollars américains, soit une perte de 9,45 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 0,48 \$ par part au cours de la période.

Tout au long du premier trimestre de 2008, le marché des fonds de couverture a dû faire face au risque systémique découlant de la crise du crédit. Plusieurs fonds, dans diverses stratégies, ont été touchés à mesure que la crise faisait tache d'huile, forçant les fonds et les banques à se départir de positions importantes ou à se couvrir « à tout prix » pour réduire leur effet de levier et leur risque. Le sauvetage de Bear Stearns en mars, orchestré par la Réserve fédérale, a suscité une certaine confiance sur les marchés et favorisé une hausse des rendements sur la plupart des stratégies de couverture au deuxième trimestre. Mais ces rendements n'ont pas suffi à ramener les fonds de couverture en territoire positif.

Le portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre géré par Northwater Fund Management, Inc. (la « société de gestion »), auquel la Fiducie est exposée, a enregistré des résultats négatifs pendant le semestre terminé le 30 juin 2008. Quatre des huit stratégies ont donné des rendements positifs, la plus forte contribution provenant de la stratégie d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières. La stratégie d'arbitrage de produits de taux a été la moins rentable, victime des pressions inflationnistes mondiales et des risques économiques.

Bien que la conjoncture actuelle soit défavorable à notre portefeuille, nous pensons que les dysfonctionnements créent des possibilités intéressantes en valeur relative et nous nous attendons à ce que nos placements actuels



bénéficieront de la normalisation des marchés. La société de gestion s'efforce constamment de recourir à des gestionnaires qui appliquent des stratégies neutres susceptibles de dégager des rendements élevés compte tenu du risque, conformément aux objectifs de placement.

Northwater continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Pendant le semestre terminé le 30 juin 2008, quatre fonds ont été éliminés en raison de la faiblesse de leur rendement ou d'une application inefficace de leur stratégie.



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



DAVID S. FINCH, CFA  
Administrateur délégué  
Northwater Capital Management Inc.

Le 8 août 2008

## RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

### RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers complets de Northwater Top 75 Income Trusts <sup>Plus</sup> (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2008 est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration du fonds, du dossier de vote par procuration et de l'information trimestrielle. Prière de contacter Northwater Fund Management Inc. par téléphone, au 1-888-429-8774, ou par courrier postal à l'adresse Suite 4700, BCE Place, Bay Wellington Tower, 181 Bay Street, P.O. Box 794, Toronto, Ontario, M5J 2T3. On peut également obtenir ces renseignements sur notre site à l'adresse [www.northwatercapital.com](http://www.northwatercapital.com) ou sur le site de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

Northwater Top 75 Income Trusts <sup>Plus</sup> (la « Fiducie ») est gérée par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »). Aux termes de la déclaration de fiducie, la société de gestion 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 la société de gestion 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, la société de gestion 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. La société de gestion assume cette responsabilité avec sérieux et estime que les systèmes, les procédures et les contrôles mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

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

#### Adoption de nouvelles normes comptables

En décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 3862 du *Manuel de l'ICCA*, « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863, « Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels étoffent les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Les exigences des chapitres 3862 et 3863 s'appliquent aux états financiers intermédiaires et annuels des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

## 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 stratégie neutre.
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 stratégie neutre, 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 de ses parts 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 afin de tenir compte de l'évolution de la valeur de marché des titres, d'ajouter de nouvelles fiducies de revenu admissibles 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 stratégie neutre 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-. Le contrat à terme confère à la Fiducie une exposition aux performances du Enhancement Fund Limited (le « Fonds »). 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 sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »), qui a ensuite été cédé 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 valorisation 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 d'une part sur son exposition au Fonds à travers le contrat à terme, et d'autre part sur la valeur des fiducies de revenu, par ses placements directs.



Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à 100 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement du Fonds 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

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie s'appuient sur un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. À cette fin, celui-ci dispose d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par la Fiducie et le Fonds. Toutes les recherches sur les placements sont faites sur place.

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 19 ans pour 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 fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto dont la capitalisation boursière est la plus forte;
2. exécuter les opérations d'achat de parts des fiducies de revenu et les comptabiliser adéquatement;
3. surveiller et enregistrer les distributions déclarées par les fiducies de revenu inscrites au portefeuille de la Fiducie;
4. surveiller et enregistrer les opérations de gestion annoncées par les fiducies de revenu inscrites au portefeuille de la Fiducie;
5. identifier, 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 que la Fiducie, 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 et il comprend les étapes suivantes :

1. L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies neutres appropriées et des gestionnaires qui les appliquent. 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 stratégie neutre et dans la gestion de stratégies complexes sur instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de stratégies neutres et de stratégies sur 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 à la gestion des fonds de fonds de couverture à stratégie neutre de haut niveau.
3. Une recherche constante, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à stratégie neutre 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 neutres 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 du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur neutralité par rapport au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de constitution 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 secteur. 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. La constitution d'un portefeuille modèle diversifié dans lequel sont représentées jusqu'à 14 stratégies neutres par rapport 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 les activités, 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 un examen mensuel de la place du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller en placement.

Le conseiller en placement offre ses services de gestion de portefeuille et de conseil à des clients qui détiennent des placements dans des fonds de couverture autres que ceux du portefeuille de 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 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 œuvre sa stratégie de placement ne peut excéder 10 % du total de son actif, 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 2008 pour effectuer des placements s'établissait à 18,52 % (15,17 % au 31 décembre 2007).

## Risques

Les tableaux qui suivent présentent des données sur les éléments du profil de risque de la Fiducie que le conseiller en placement juge pertinents et de son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2008</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2007</b>
	Nombre de rendements mensuels positifs . . . .	26
Nombre de rendements mensuels négatifs . . .	15	10
Pourcentage des mois négatifs . . . . .	36,6 %	34,5 %
Rendement moyen des mois négatifs . . . . .	(3,43)%	(3,28)%
Rendement mensuel le plus bas . . . . .	(9,86)%	(9,86)%
	<b>Semestre terminé le 30 juin 2008</b>	<b>Semestre terminé le 30 juin 2007</b>
<b>Statistiques des fonds de couverture</b>		
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>1), 2)</sup> . . . . .	11	25
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>1), 2)</sup> . . . . .	15	1
Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	9,12 %	4,08 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	0,25 %	0,12 %

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 30 juin 2008 et 2007 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 de la Fiducie n'a été effectuée au cours du semestre terminé le 30 juin 2008. 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](http://www.sedar.com).

## Résultats

Pour l'exercice terminé le 30 juin 2008, la Fiducie a affiché un rendement de 6,29 %, compte tenu des distributions. Les distributions versées au cours du semestre ont totalisé 964 993 \$, soit 0,48 \$ par part.

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2008, deux des types de fiducies de revenu détenues par la Fiducie ont dégagé des rendements positifs, compte non tenu des distributions, les fiducies du secteur de l'énergie ayant enregistré les résultats les plus faibles. Parallèlement, l'indice plafonné des fiducies de revenu S&P/TSX a affiché un rendement de 24,49 % avec réinvestissement des distributions.

Le rendement du Fonds s'est établi à -1,22 % (rendement en dollars US) pour le semestre terminé le 30 juin 2008. La plus forte contribution au rendement des fonds de couverture provient de la stratégie sur titres adossés à des créances mobilières, tandis que les résultats de la stratégie d'arbitrage de produits de taux ont été les plus faibles.

Au 30 juin 2008, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 2 585 698 \$ dans le cadre d'une facilité d'emprunt renouvelable souscrite auprès d'une institution financière canadienne. Au 30 juin 2008, le levier financier s'établissait à 18,52 %. La Fiducie a recours au levier financier en vue d'accroître le rendement de ses investissements.

La Fiducie a racheté 58 800 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation, pour un coût total de 421 234 \$, ce qui a ajouté 0,37 % au rendement global.

Les parts peuvent également être rachetées au gré des porteurs le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, sur notification à la société de gestion au moins 45 jours avant la date visée. Néanmoins, la Fiducie n'est pas tenue de racheter plus de 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 déclarée par part à la date de rachat, payable au plus tard le 30<sup>e</sup> jour ouvrable suivant cette date de rachat.

## Sommaire du portefeuille de placements<sup>1)</sup>

### Parts de fiducies de revenu

La Fiducie détient directement un portefeuille largement diversifié composé des 75 fiducies de revenu inscrites à la Bourse de Toronto ayant la plus forte capitalisation boursière. La liste complète des fiducies de revenu détenues par la Fiducie au 30 juin 2008 figure dans l'état des titres en portefeuille. Au 30 juin 2008, la Fiducie détenait 75 fiducies de revenu. Conformément à sa politique, la Fiducie rééquilibre le portefeuille de fiducies de revenu au moins une fois par an de façon à préserver d'une part des pondérations égales entre les fiducies, d'autre part la représentation des 75 fiducies les plus importantes.

Le tableau suivant présente les gains et pertes réalisés et non réalisés par type de fiducies de revenu pour les semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007.

<u>Catégories de fiducies</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2008</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2007</u>
Fiducies commerciales . . . . .	(658 527) \$	1 345 124 \$
Fiducies du secteur de l'énergie . . . . .	1 727 977	143 296
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines . . . . .	(32 227)	9 363
Fiducies de placement immobilier . . . . .	(121 510)	156 378 \$

### Répartition de l'actif selon les catégories de fiducies

Certaines données sur le portefeuille de fiducies de revenu détenu par la Fiducie sont présentées dans le tableau suivant.

#### Placements du portefeuille de fiducies de revenu

<u>Catégories de fiducies</u>	<u>30 juin 2008</u>		<u>31 décembre 2007</u>	
	<u>Nbre de fiducies de revenu</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Nbre de fiducies de revenu</u>	<u>Juste valeur</u>
Fiducies commerciales . . . . .	29	5 097 340 \$	28	6 049 264 \$
Fiducies du secteur de l'énergie . . . . .	24	4 457 831	25	5 236 511
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines . . . . .	7	1 255 044	7	1 675 362
Fiducies de placement immobilier . . . . .	15	2 686 696	14	3 040 812
	<u>75</u>	<u>13 496 911 \$</u>	<u>74</u>	<u>16 001 949 \$</u>
		<u>100 %</u>		<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente le placement le plus important dans chaque catégorie de fiducies de revenu, en pourcentage de la valeur totale de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2007.

<u>Catégories de fiducies</u>	<u>30 juin 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
Fiducies commerciales .....	1,39 %	1,55 %
Fiducies du secteur de l'énergie .....	1,45 %	1,62 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines .....	1,33 %	1,51 %
Fiducies de placement immobilier .....	1,32 %	1,44 %

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 2008.

<u>25 principaux placements en fiducies de revenu</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
ARC Energy Trust .....	Parts de fiducie	114 766 \$	202 080 \$	1,45 %
Canadian Oil Sands Trust .....	Parts de fiducie	58 081	194 150	1,39 %
Fording Canadian Coal Trust .....	Parts de fiducie	67 284	194 000	1,39 %
Trilogy Energy Trust .....	Parts de fiducie	232 678	192 836	1,38 %
Vermilion Energy Trust .....	Parts de fiducie	97 515	190 275	1,36 %
Harvest Energy Trust .....	Parts de fiducie	227 586	189 956	1,36 %
Westshore Terminals Income Fund .....	Parts de fiducie	127 636	189 792	1,36 %
Crescent Point Energy Trust .....	Parts de fiducie	93 474	189 457	1,36 %
Baytex Energy Trust .....	Parts de fiducie	79 273	187 812	1,35 %
Bonavista Energy Trust .....	Parts de fiducie	153 800	187 250	1,34 %
NAL Oil & Gas Trust .....	Parts de fiducie	154 981	187 146	1,34 %
Advantage Energy Income Fund .....	Parts de fiducie	236 728	186 730	1,34 %
Fonds de revenu Great Lakes Hydro .....	Parts de fiducie	194 308	185 710	1,34 %
Cathedral Energy Services Income Trust .....	Parts de fiducie	175 963	185 520	1,33 %
AG Growth Income Fund .....	Parts de fiducie	212 734	185 440	1,33 %
Fonds de revenu BFI Canada .....	Parts de fiducie	212 547	185 280	1,33 %
Penn West Energy Trust .....	Parts de fiducie	158 896	185 100	1,33 %
Consumers' Waterheater Income Fund (The) .....	Parts de fiducie	242 256	185 070	1,33 %
Progress Energy Trust .....	Parts de fiducie	176 437	184 658	1,32 %
Freehold Royalty Trust .....	Parts de fiducie	135 279	184 569	1,32 %
Precision Drilling Trust .....	Parts de fiducie	222 999	184 183	1,32 %
Provident Energy Trust .....	Parts de fiducie	195 772	183 912	1,32 %
Canadian Real Estate Investment Trust ..	Parts de fiducie	119 951	183 834	1,32 %
Labrador Iron Ore Royalty Income Fund .....	Parts de fiducie	89 452	183 810	1,32 %
Paramount Energy Trust .....	Parts de fiducie	259 898	183 549	1,31 %

## Fonds de couverture

La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à travers le contrat à terme. 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 approfondie.

Le portefeuille de fonds de couverture contient des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles; il est, par le fait même, 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 entre 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 selon les normes comptables internationales.

Au cours de la période, le Fonds a demandé le rachat de ses parts sur quatre fonds de couverture, soit deux fonds d'arbitrage de financement structuré, un fonds d'arbitrage sur valeur relative du secteur de l'énergie et un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté; pendant le semestre terminé le 30 juin 2007, le Fonds n'avait investi dans aucun nouveau fonds de couverture et avait demandé le rachat de ses parts sur six fonds.

Le tableau qui suit présente le rendement en dollars américains, par stratégie du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds, pour les semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007.

<u>Stratégie</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2008</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2007</u>
Activiste .....	(9,40)%	10,49 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	6,49 %	11,74 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	(3,49)%	11,28 %
Arbitrage de produits de taux .....	(13,56)%	3,06 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions .....	—	(4,70)%
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	(1,98)%	6,57 %
Multistratégie .....	2,86 %	8,55 %
Arbitrage de réassurance .....	1,69 %	6,58 %
Arbitrage statistique .....	7,40 %	4,87 %
Arbitrage sur financement structuré .....	—	4,87 %

Au 30 juin 2008, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de 26 fonds de couverture gérés par 24 gestionnaires employant 8 stratégies neutres ou de couverture. 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 ceux de la stratégie neutre par rapport au marché.

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

Le tableau suivant présente des données sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds et auquel la Fiducie est exposée à travers le contrat à terme. Les fonds multistratégie 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 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste .....	1	745 955 \$	5 %	1	823 361 \$	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	3	2 435 969	17 %	3	2 393 950	13 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	3	1 262 462	9 %	4	2 214 191	12 %
Arbitrage de produits de taux .....	3	984 063	7 %	3	1 138 400	6 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions .....	—	—	—	1	213 907	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	4	2 183 143	15 %	4	2 727 271	15 %
Multistratégie .....	6	4 030 481	28 %	6	3 918 539	22 %
Arbitrage de réassurance .....	2	955 319	6 %	2	1 199 750	7 %
Arbitrage sur financement structuré .....	—	—	—	2	1 456 923	8 %
Arbitrage statistique .....	4	1 825 960	13 %	4	2 024 325	11 %
	<u>26</u>	<u>14 423 352 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>30</u>	<u>18 110 617 \$</u>	<u>100 %</u>

Les tableaux suivants présentent les placements du Fonds dans les fonds de couverture, par stratégie, au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2007. Les fonds multistratégie ont été répartis entre les fonds ci-dessous en fonction de leur exposition à chacune des stratégies représentées. La pondération des stratégies varie souvent et peut différer d'une période à l'autre.

Le tableau suivant présente le plus important placement détenu par le Fonds dans chaque stratégie de gestion, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2007.


<u>Stratégie</u>	<u>30 juin 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
Activiste .....	5,42 %	4,85 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	9,54 %	7,06 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	4,39 %	3,88 %
Arbitrage de produits de taux .....	2,94 %	2,61 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions .....	—	1,26 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	5,28 %	6,07 %
Multistratégie .....	8,40 %	6,29 %
Arbitrage de réassurance .....	4,63 %	5,28 %
Arbitrage sur financement structuré .....	—	4,99 %
Arbitrage statistique .....	6,83 %	5,11 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investissait au moyen du contrat à terme au 30 juin 2008. 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'information financière de la Fiducie.

<b>25 principaux placements</b>	<b>Type de placement</b>	<b>Coût (\$ US)</b>	<b>Juste valeur (\$ US)</b>	<b>Juste valeur en % de l'actif net de la Fiducie</b>
<b>Mariner-Tricadia Credit</b>				
Strategies, Ltd.*	Actions participatives	600 000	\$ 1 312 050	9,54 %
<b>D.E. Shaw Composite</b>				
International Fund*	Actions participatives	1 000 000	1 155 874	8,40 %
Oxam Fund Ltd.*	Actions participatives	800 000	939 733	6,83 %
CRC Global Structured Credit*	Actions participatives	549 164	805 282	5,85 %
Icahn Fund Limited*	Actions participatives	600 000	745 955	5,42 %
Sorin Offshore Fund Limited*	Actions participatives	500 000	726 991	5,28 %
Fonds 146*	Actions participatives	482 170	637 418	4,63 %
Fonds 131*	Actions participatives	498 315	636 591	4,63 %
Fonds 130*	Actions participatives	600 000	615 117	4,47 %
Fonds 101*	Actions participatives	481 078	604 336	4,39 %
Fonds 121*	Actions participatives	600 000	572 903	4,16 %
Fonds 190*	Actions participatives	500 000	563 791	4,10 %
Fonds 208*	Actions participatives	500 000	561 478	4,08 %
Fonds 116*	Actions participatives	354 159	538 017	3,91 %
Fonds 150*	Actions participatives	515 254	521 999	3,79 %
Fonds 183*	Actions participatives	402 752	511 151	3,71 %
Fonds 216*	Actions participatives	400 000	448 285	3,26 %
Fonds 211*	Actions participatives	400 000	406 569	2,95 %
Fonds 222*	Actions participatives	400 000	404 256	2,94 %
Fonds 103*	Actions participatives	461 310	370 362	2,69 %
Fonds 140*	Actions participatives	373 192	335 439	2,44 %
Fonds 195*	Actions participatives	243 043	318 728	2,32 %
Fonds 171*	Actions participatives	415 486	318 637	2,32 %
Fonds 191*	Actions participatives	246 755	244 368	1,78 %
Fonds 212*	Actions participatives	—	96 648	0,70 %

\* Détenus par d'autres fonds de placement dont Northwater Fund Management Inc. est la société de gestion ou le conseiller.

- 1) 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 dans lesquels elle investit. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.



La Fiducie détenait également 33 316 actions de Corporation Nortel Networks et 26 604 actions de Research in Motion Ltd. au 30 juin 2008. 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 respectivement de 1,59 % et de 28,45 % au 30 juin 2008. La Fiducie ne court aucun risque économique, car ces actions ont été vendues, en vertu du contrat à terme, à un prix établi en fonction du rendement du Fonds.

#### Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider le lecteur à comprendre ses résultats financiers pour le semestre terminé le 30 juin 2008, les exercices terminés les 31 décembre 2007, 2006 et la période du 25 février au 31 décembre 2005.

*Valeur liquidative par part de la Fiducie<sup>1)</sup>*

	<b>Semestre terminé le 30 juin 2008</b>	<b>Exercice terminé le 31 décembre 2007</b>	<b>Exercice terminé le 31 décembre 2006</b>	<b>Période du 25 février au 31 décembre 2005</b>
Valeur liquidative au début de la période .....	8,31 \$	8,85 \$	9,77 \$	9,325 \$
<b>Augmentation (diminution) liée aux activités :</b>				
Total des revenus .....	0,38	0,77	0,87	0,70
Total des charges .....	(0,14)	(0,28)	(0,23)	(0,16)
Gains réalisés (pertes) pour la période .....	(0,28)	0,46	0,32	0,07
Gains non réalisés (pertes) pour la période .....	0,48	(0,33)	(0,90)	1,74
<b>Augmentation totale liée aux activités<sup>2)</sup> .....</b>	<b>0,44</b>	<b>0,62</b>	<b>0,06</b>	<b>1,23</b>
<b>Distributions :</b>				
Revenu de placement (hors dividendes) .....	(0,48)	0,2552	0,24650	0,23814
Dividendes .....	—	—	0,02972	0,02530
Gains en capital .....	—	0,4712	0,45015	0,09514
Remboursement de capital ...	—	0,2336	0,23363	0,44142
Distributions totales de la période <sup>3)</sup> .....	(0,48)	0,9600	0,96000	0,80000
Valeur liquidative à la fin de la période <sup>4)</sup> .....	8,28 \$	8,31 \$	8,85 \$	9,77 \$

- 1) Ces données sont tirées des états financiers de la Fiducie. La valeur liquidative par part présentée dans les états financiers diffère de celle qui est calculée aux fins des opérations. Une explication de cette différence figure dans les notes afférentes aux états financiers.
- 2) 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 l'exercice.
- 3) Les distributions ont été versées en numéraire. La nature des distributions pour le semestre terminé le 30 juin 2008 sera déterminée à la fin de l'exercice.
- 4) 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 et celle à la fin de la période.

## Ratios et données supplémentaires

	<u>30 juin</u> <u>2008</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>	<u>2005</u>
Valeur liquidative (en milliers de dollars) <sup>1)</sup> . . . .	13 960 \$	17 030 \$	22 600 \$	31 038 \$
Nombre de parts en circulation <sup>1)</sup> . . . . .	1 684 986	2 041 136	2 555 090	3 177 200
Ratio des frais de gestion <sup>2)</sup> . . . . .	9,56 %	9,05 %	7,15 %	14,63 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge . . . . .	9,56 %	9,05 %	7,15 %	14,63 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>3)</sup> . . . . .	16,12 %	21,26 %	28,12 %	15,23 %
Ratio des frais d'opérations <sup>4)</sup> . . . . .	0,16 %	0,12 %	0,13 %	0,33 %
Cours de clôture à la fin de la période . . . . .	7,15 \$	6,99 \$	7,91 \$	8,55 \$

- 1) Données arrêtées au 30 juin 2008 et au 31 décembre des périodes indiquées.
- 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 estimatives auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par le Fonds et des charges du Fonds inclus dans les ratios ci-dessus a augmenté le ratio des frais de gestion de la Fiducie de 4,33 % pour le semestre terminé le 30 juin 2008 et l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et de 4,76 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (5,85 % au 31 décembre 2005).  
Ce ratio annualisé a été calculé à partir du total des charges indiqué dans les états financiers annuels vérifiés des fonds sous-jacents pour les exercices terminés respectivement le 31 décembre 2007, 2006, 2005 et 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds à la fin de la période. 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 respectivement ces ratios de 5,25 % et de 1,50 %. 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 la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période 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 impossibles. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement de la Fiducie.
- 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.

## Rendements passés

### Information d'ordre général

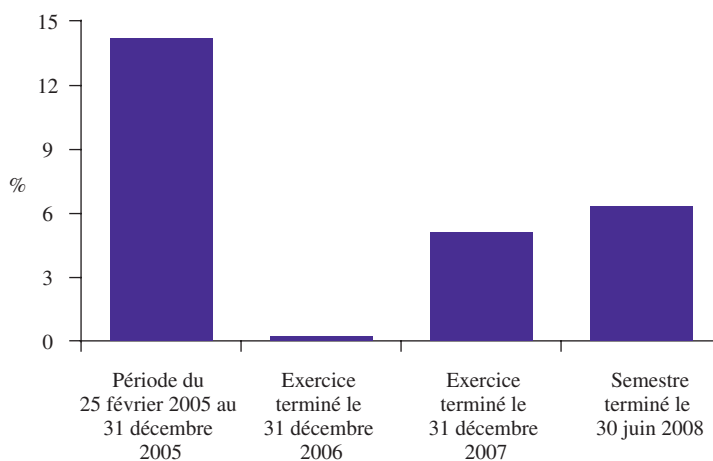
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- 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.
- 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.
- Le rendement passé de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

### Rendements annuels

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

- Le graphique illustre le rendement de la Fiducie pour chaque période indiquée et présente la variation de son rendement d'une période à l'autre.
- Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de la période, d'un placement effectué le premier jour de cette période.



### Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

La société de gestion est responsable de l'administration courante de la Fiducie, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,25 % de la valeur liquidative de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.

Des frais de service correspondant à 0,40 % par an de la valeur liquidative déclarée de la Fiducie sont versés à la société de gestion à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ces frais sont reversés aux courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtiers à la fin du trimestre visé. Ils sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 21 352 \$ et à 34 004 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2008 s'établissaient à 10 910 \$ et à 16 662 \$, respectivement.

### Autres frais

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.

### Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fiducies de revenu et du portefeuille de fonds de couverture subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, de la société de gestion, de la Fiducie ou du Fonds.

Les placements dans les fiducies de revenu qui sont inscrites à une bourse de valeurs mobilières sont évalués au cours vendeur de clôture.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2008, la valeur liquidative par part déclarée de la Fiducie a varié entre 7,87 \$ et 8,39 \$, compte

tenu des distributions (entre 9,00 \$ et 9,85 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2007).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant le semestre terminé le 30 juin 2008, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 6,46 \$ et 7,50 \$ (entre 7,57 \$ et 9,25 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2007).

### Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,48 \$ par part (pour un total de 964 993 \$), contre 0,48 \$ par part pour le semestre terminé le 30 juin 2007 (pour un total de 1 210 667 \$).

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 la Loi de l'impôt sur le revenu.

La nature des distributions mensuelles aux 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 fiscales ne seront pas modifiées d'une façon qui pourrait nuire à la Fiducie ou aux distributions qu'elle verse, et la société de gestion 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</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 janvier 2008	15 février 2008	À déterminer	0,08000
28 février 2008	14 mars 2008	À déterminer	0,08000
31 mars 2008	15 avril 2008	À déterminer	0,08000
30 avril 2008	15 mai 2008	À déterminer	0,08000
30 mai 2008	13 juin 2008	À déterminer	0,08000
30 juin 2008	15 juillet 2008	À déterminer	0,08000

### Rachat 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 déclarée à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente.

Le 24 août 2007, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto (la « Bourse ») 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 209 154 parts durant la période allant du 30 août 2007 au 29 août 2008, 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 2008, la Fiducie a racheté 58 800 parts aux fins d'annulation en vertu de ce programme, pour un coût total de 421 234 \$ (140 200 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, pour un coût de 1 167 939 \$).

### Rachat au gré des porteurs

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis transmis à la société de gestion au moins 45 jours avant cette date. Les parts ne sont 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 déclarée à la date de rachat, payable au plus tard le 30<sup>e</sup> jour ouvrable suivant la date de rachat applicable (la « date de paiement »). Les distributions à verser 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. Néanmoins, la Fiducie n'est pas tenue de racheter plus de 15 % du nombre de parts en circulation à une date de rachat donnée. 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 2008, 1 065 089 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 23 juillet 2008, un total de 297 350 parts a été racheté, à la valeur liquidative déclarée par part arrêtée au 30 juin 2008, soit 8,3470 \$, pour une contrepartie de 2 481 981 \$.

## RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

### RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

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

La société de gestion prend les moyens nécessaires pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité de l'information financière. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et des jugements. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour la Fiducie sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.



SHAUNA CASSIDY, CFA  
Vice-présidente



MARK STEFFLER, CA  
Vice-président

Northwater Fund Management Inc.

Le 8 août 2008

Northwater Fund Management Inc.

## ÉTATS DE L'ACTIF NET

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États de l'actif net (non vérifiés)

	<u>30 juin 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
<b>Actif</b>		
Trésorerie et placements à court terme .....	442 085 \$	352 986 \$
Placements dans des fiducies de revenu, à la juste valeur (coût: 14 068 734 \$; 18 011 919 \$ en 2007) .....	13 496 911	16 001 949
Actions ordinaires, à la juste valeur (coût: 1 871 584 \$; 2 201 724 \$ en 2007) .....	4 192 878	4 880 241
Effets de commerce adossés à des actifs de tiers (note 4) .....	222 000	264 000
Distribution à recevoir .....	140 032	151 397
Montants à recevoir sur placements vendus .....	2 775 372	—
	<u>21 269 278</u>	<u>21 650 573</u>
<b>Passif</b>		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer .....	13 537	44 244
Frais de service à payer (note 5) .....	16 662	18 506
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 5) .....	10 910	11 664
Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 6) .....	2 041 471	1 869 800
Perte non réalisée sur les contrats de change à terme .....	712	6 016
Distribution à payer (note 7) .....	158 587	161 931
Montants à payer sur les rachats .....	2 481 980	
Emprunt à payer (note 8) .....	2 585 698	2 574 032
	<u>7 309 557</u>	<u>4 686 193</u>
<b>Actif net</b> .....	<u>13 959 721 \$</u>	<u>16 964 380 \$</u>
<b>Actif net et capitaux propres (note 9)</b>		
Capital social .....	15 712 495	19 033 594
Surplus d'apport .....	449 593	31 709
Déficit .....	(2 202 367)	(2 100 923)
	<u>13 959 721 \$</u>	<u>16 964 380 \$</u>
<b>Nombre de parts en circulation (note 9)</b> .....	<u>1 684 986</u>	<u>2 041 136</u>
<b>Valeur liquidative par part</b> .....	<u>8,28 \$</u>	<u>8,31 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Par :



Par :



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

## ÉTATS DES RÉSULTATS

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États des résultats (non vérifiés)

	Semestre terminé le 30 juin 2008	Semestre terminé le 30 juin 2007
<b>Revenu de placement</b>		
Distributions .....	734 645 \$	959 232 \$
Intérêts .....	2 734	1 070
	<u>737 379</u>	<u>960 302</u>
<b>Charges</b>		
Frais de service (note 5) .....	34 004	50 026
Frais relatifs au contrat à terme (note 5) .....	57 823	77 468
Frais de gestion (note 5) .....	21 352	31 331
Honoraires de vérification .....	30 919	52 785
Honoraires de conseil (note 5) .....	11 351	6 527
Droits de garde .....	1 301	2 486
Frais juridiques .....	4 441	12 059
Frais d'information aux porteurs de titres .....	50 164	37 140
Frais d'administration .....	5 017	5 291
Intérêts sur emprunt à payer (note 8) .....	57 269	63 772
Coûts de transactions .....	4 426	10 240
	<u>278 067</u>	<u>349 125</u>
<b>Revenu de placement net</b> .....	<u>459 312</u>	<u>611 177</u>
<b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Parts de fiducies de revenu .....	(522 434)	368 701
Actions ordinaires .....	68 397	206 507
Contrats à terme sur devises .....	(14 283)	105 878
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Parts de fiducies de revenu .....	1 438 147	1 285 460
Actions ordinaires .....	(357 223)	537 782
Effets de commerce adossés à des actifs de tiers .....	(42 000)	—
Contrat à terme .....	(171 671)	(67 821)
Contrats à terme sur devises .....	5 304	1 197
	<u>404 237</u>	<u>2 437 704</u>
<b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour la période</b> .....	<u>404 237</u>	<u>2 437 704</u>
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période</b> .....	<u>863 549 \$</u>	<u>3 048 881 \$</u>
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités, par part pour la période*</b> .....	<u>0,44 \$</u>	<u>1,24 \$</u>

\* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de la période (1 966 286 en 2008; 2 805 053 en 2007).

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

## ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS <sup>PLUS</sup>

États de l'évolution de l'actif net (non vérifiés)

	<u>Semestre terminé le 30 juin 2008</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2007</u>
<b>Actif net au début de la période</b> .....	16 964 380 \$	22 526 908 \$
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période</b> .....	<u>863 549</u>	<u>3 048 881</u>
<b>Opérations sur parts (note 9)</b>		
Valeur liquidative des parts rachetées pour annulation .....	(421 234)	(552 992)
Valeur liquidative des parts rachetées au gré des porteurs .....	<u>(2 481 981)</u>	<u>(3 592 972)</u>
	<u>(2 903 215)</u>	<u>(4 145 964)</u>
<b>Distributions aux porteurs de parts (note 7)</b> .....	<u>(964 993)</u>	<u>(1 210 667)</u>
<b>Actif net à la fin de la période</b> .....	<u>13 959 721 \$</u>	<u>20 219 158 \$</u>

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

## ÉTATS DES FLUX DE TRÉSORERIE

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

États des flux de trésorerie (non vérifiés)

	<b>Semestre terminé le 30 juin 2008</b>	<b>Semestre terminé le 30 juin 2007</b>
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>		
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période . . . .	863 549 \$	3 048 881 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fiducies de revenu . . . . .	(1 438 147)	(1 285 460)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements en actions ordinaires . . . . .	357 223	(537 782)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des effets de commerce adossés à des créances émis par des tiers . . . . .	42 000	—
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du contrat à terme . . . . .	171 671	67 821
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du contrat à terme standardisé . . . . .	(5 304)	1 196
Perte réalisée (gain) sur les placements dans des fiducies de revenu . . . . .	522 434	(368 701)
Perte nette réalisée (gain) sur les actions ordinaires . . . . .	(68 397)	(206 507)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs . . . . .	2 448 675	3 585 761
Variation des comptes débiteurs . . . . .	11 365	17 862
Acquisition de parts de fiducies de revenu . . . . .	(3 298 438)	(3 695 250)
Produit de la vente de parts de fiducies de revenu . . . . .	3 943 817	5 043 268
Produit de la vente d'actions ordinaires . . . . .	398 537	595 307
	<u>3 948 985</u>	<u>6 266 396</u>
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>		
Avance sur (remboursement de) l'emprunt . . . . .	11 666	(3 734)
Rachat de parts de la Fiducie . . . . .	(421 234)	(552 992)
Distributions versées aux porteurs de parts de la Fiducie . . . . .	(968 337)	(1 215 738)
Rachat de parts de la Fiducie au gré des porteurs . . . . .	(2 481 981)	(3 592 972)
	<u>(3 859 886)</u>	<u>(5 365 436)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme . . . . .	89 099	900 960
Trésorerie et placements à court terme au début de la période . . . .	<u>352 986</u>	<u>135 404</u>
<b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de la période . . . . .</b>	<b><u>442 085 \$</u></b>	<b><u>1 036 364 \$</u></b>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés . . . . .	49 050 \$	60 038 \$

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

## ÉTAT DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS <sup>PLUS</sup>

État du portefeuille de placements (non vérifié)  
30 juin 2008

	<u>Nbre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
<b>Portefeuille de fiducies de revenu</b>				
Advantage Energy Income Fund .....	14 200	236 728	\$ 186 730	1,34 %
AG Growth Income Fund .....	6 100	212 734	185 440	1,33 %
Algonquin Power Income Fund .....	23 000	235 984	175 490	1,26 %
Allied Properties Real Estate Investment Trust ..	8 800	183 026	177 496	1,27 %
AltaGas Income Trust .....	6 900	171 949	176 640	1,27 %
ARC Energy Trust .....	6 000	114 766	202 080	1,45 %
Arctic Glacier Income Fund .....	17 900	202 713	176 494	1,26 %
Artis Real Estate Investment Trust .....	11 800	173 714	181 248	1,30 %
Baytex Energy Trust .....	5 400	79 273	187 812	1,35 %
Fonds de revenu Bell Aliant Communications régionales .....	6 200	173 538	180 234	1,29 %
Fonds de revenu BFI Canada .....	8 000	212 547	185 280	1,33 %
Boardwalk Real Estate Investment Trust .....	4 700	98 260	178 271	1,28 %
Bonavista Energy Trust .....	5 000	153 800	187 250	1,34 %
Calloway Real Estate Investment Trust .....	9 000	174 055	175 140	1,25 %
Canadian Apartment Properties REIT .....	10 429	157 376	180 630	1,29 %
Canadian Oil Sands Trust .....	3 550	58 081	194 150	1,39 %
Canadian Real Estate Investment Trust .....	6 300	119 951	183 834	1,32 %
Cathedral Energy Services Income Trust .....	12 000	175 963	185 520	1,33 %
Chartwell Seniors Housing REIT .....	19 900	273 396	180 891	1,30 %
CI Financial Income Fund .....	8 100	202 905	178 200	1,28 %
Cineplex Galaxy Income Fund .....	12 100	212 190	177 628	1,27 %
CML Healthcare Income Fund .....	12 600	172 103	179 550	1,29 %
Fonds de placement immobilier Cominar .....	8 300	154 230	180 276	1,29 %
Consumers' Waterheater Income Fund (The) ...	15 500	242 256	185 070	1,33 %
Crescent Point Energy Trust .....	4 700	93 474	189 457	1,36 %
Fonds de revenu Davis + Henderson .....	10 900	228 387	169 386	1,21 %
Daylight Energy Trust .....	15 101	214 996	182 269	1,31 %
Dundee Real Estate Investment Trust .....	5 700	222 177	177 897	1,27 %
Enerflex Systems Income Fund .....	13 100	149 209	183 531	1,31 %
Energy Savings Income Fund .....	12 600	202 687	177 534	1,27 %
Fonds Enerplus Ressources .....	3 877	172 300	182 917	1,31 %
Epcor Power LP .....	7 600	269 252	170 240	1,22 %
Extendicare Real Estate Investment Trust .....	18 300	319 284	161 223	1,15 %
Fording Canadian Coal Trust .....	2 000	67 284	194 000	1,39 %
Fort Chicago Energy Partners L.P. ....	16 500	198 063	179 025	1,28 %
Freehold Royalty Trust .....	7 700	135 279	184 569	1,32 %
Société en commandite Gaz Métro .....	12 000	267 089	180 960	1,30 %
GMP Capital Trust .....	10 300	211 057	163 461	1,17 %
Fonds de revenu Great Lakes Hydro .....	9 800	194 308	185 710	1,33 %
Groupe Aeroplan Inc. ....	10 500	182 175	178 605	1,28 %

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

État du portefeuille de placements (non vérifié)  
30 juin 2008

	Nbre d'actions/ de parts	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
H&R Real Estate Investment Trust . . . . .	10 000	194 196	179 000	1,28 %
Harvest Energy Trust . . . . .	7 747	227 586	189 956	1,36 %
Fonds de placement immobilier InnVest . .	18 600	221 241	177 258	1,27 %
Inter Pipeline Fund . . . . .	17 900	167 707	179 358	1,28 %
Fonds de revenu Jazz Air . . . . .	26 800	207 136	151 420	1,08 %
Keyera Facilities Income Fund . . . . .	8 200	127 797	180 974	1,30 %
Labrador Iron Ore Royalty Income Fund . . . . .	3 300	89 452	183 810	1,32 %
Liquor Stores Income Fund . . . . .	8 800	208 209	156 552	1,12 %
Macquarie Power & Infrastructure Income Fund . . . . .	22 000	186 979	179 740	1,29 %
Morguard Real Estate Investment Trust . .	13 900	215 290	181 117	1,30 %
Mullen Group Income Fund . . . . .	7 900	226 929	178 382	1,28 %
NAL Oil & Gas Trust . . . . .	11 100	154 981	187 146	1,34 %
Newalta Income Fund . . . . .	9 000	208 875	178 740	1,28 %
North West Company Fund . . . . .	10 600	174 066	175 006	1,25 %
Northern Property Real Estate Investment Trust . . . . .	7 900	160 950	176 881	1,27 %
Northland Power Income Fund . . . . .	13 500	193 491	173 610	1,24 %
Paramount Energy Trust . . . . .	18 300	259 898	183 549	1,31 %
Parkland Income Fund . . . . .	14 645	249 405	154 651	1,11 %
Pembina Pipeline Income Fund . . . . .	10 100	142 510	180 891	1,30 %
Pengrowth Energy Trust – cat. B, parts de fiducie . . . . .	8 875	275 820	181 938	1,30 %
Penn West Energy Trust . . . . .	5 373	158 896	185 100	1,33 %
Peyto Energy Trust . . . . .	9 000	217 731	181 350	1,30 %
Precision Drilling Trust . . . . .	6 700	222 999	184 183	1,32 %
Primaris Retail Real Estate Investment Trust . . . . .	9 800	136 334	178 556	1,28 %
Progress Energy Trust . . . . .	12 700	176 437	184 658	1,32 %
Provident Energy Trust . . . . .	15 800	195 772	183 912	1,32 %
Fonds de placement immobilier Riocan . . .	9 000	169 545	178 200	1,28 %
Superior Plus Income Fund . . . . .	15 300	323 271	176 562	1,26 %
Teranet Income Fund . . . . .	20 700	203 255	179 883	1,29 %
TimberWest Forest Corp. . . . .	13 000	200 836	178 750	1,28 %
Trilogy Energy Trust . . . . .	14 200	232 678	192 836	1,38 %
Vermilion Energy Trust . . . . .	4 300	97 515	190 275	1,36 %
Westshore Terminals Income Fund . . . . .	9 600	127 636	189 792	1,36 %
Fonds de revenu Pages Jaunes . . . . .	18 055	251 992	159 787	1,14 %
Zargon Energy Trust . . . . .	7 000	167 425	180 950	1,30 %
<b>Coûts de transactions (note 2) . . . . .</b>		<b>(24 665)</b>		
<b>Portefeuille de fiducies de revenu . . . . .</b>		<b>14 068 734</b>	<b>13 496 911</b>	<b>96,69 %</b>

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

État du portefeuille de placements (non vérifié)  
30 juin 2008

	<u>Nbre d'actions/ de parts</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
<b>Portefeuille d'actions ordinaires</b>				
Corporation Nortel Networks <sup>1)</sup> .....	26 604	935 931	221 611	1,59 %
Research In Motion Ltd <sup>1)</sup> .....	33 316	935 653	3 971 267	28,45 %
<b>Portefeuille d'actions ordinaires</b> ...		<u>1 871 584</u>	<u>4 192 878</u>	<u>30,04 %</u>
<b>Papier commercial adossé à des actifs de tiers</b>				
MMAI – I Trust .....		<u>300 000</u>	<u>222 000</u>	<u>1,59 %</u>
<b>Trésorerie</b> .....		<u>442 085</u>	<u>442 085</u>	<u>3,17 %</u>
<b>Total des placements</b> .....		<u>16 682 403</u>	<u>\$ 18 395 874</u>	<u>131,49 %</u>
Autres éléments d'actif net .....			<u>(4 394 153)</u>	<u>(31,49) %</u>
<b>Actif net et capitaux propres</b> .....			<u>13 959 721</u>	<u>100 %</u>

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

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

## Annexe 1 – Contrats à terme sur devises

---

	<u>Cours acheteur</u>	<u>Valeur notionnelle</u>	<u>Somme à payer au règlement</u>
1 contrats à terme sur le dollar canadien .....	98,16 USD	98 160 USD	
Septembre 2008 .....		99 588 CAD	712 CAD

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

### NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS <sup>PLUS</sup>

Notes afférentes aux états financiers (non vérifiées)

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, avec chiffres comparatifs du semestre terminé le 30 juin 2007

---

#### 1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Top 75 Income Trusts<sup>Plus</sup> (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 de fiducie datée du 15 février 2005. Northwater Fund Management Inc. (« Northwater ») est le fiduciaire de la Fiducie et la Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») en est le dépositaire. La Fiducie est entrée en activité le 25 février 2005 et ses parts sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NTP.UN. Elle sera liquidée le 31 décembre 2011 ou vers cette date (la « date de liquidation ») et son actif net sera alors distribué aux porteurs de parts au prorata de leur avoir, à moins qu'une autre date de liquidation plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts lors d'une assemblée convoquée dans ce but.

Les actifs de la Fiducie, investis dans des liquidités, 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 stratégie neutre.

Le 23 juin 2008, Northwater a annoncé sa décision de liquider la Fiducie vers le 31 décembre 2009. Dans la mesure où la Fiducie possède une position dans un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre détenu par Enhancement Fund Limited (« le Fonds ») par le biais d'un contrat à terme de gré à gré, la liquidation de la Fiducie entraînera celle du Fonds.

Conformément à la déclaration de fiducie, la Fiducie sera liquidée et le solde des actifs après paiement de tous les passifs et obligations sera distribué au pro rata aux porteurs de parts.

#### 2. Principales conventions comptables

Ces états financiers sont préparés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada (« PCGR ») et ils sont libellés en dollars canadiens.

## Adoption de nouvelles normes comptables

En décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 3862 du *Manuel de l'ICCA*, « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863, « Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels étoffent les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Les exigences des chapitres 3862 et 3863 s'appliquent aux états financiers intermédiaires et annuels des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par la Fiducie :

### a) Trésorerie


La trésorerie consiste en des dépôts dans des comptes à intérêts. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

### 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 »).

Les fiducies de revenu et les actions ordinaires inscrites à une bourse de valeurs mobilières sont évaluées au dernier cours acheteur à chaque date d'évaluation. Les gains et pertes réalisés sont calculés selon le coût moyen. Le revenu provenant des distributions est comptabilisé à la date ex-dividende ou ex-distribution, au montant brut.

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte qui aurait été réalisé(e) si le contrat avait été « liquidé » à la date d'évaluation. La différence entre le coût et la juste valeur est comptabilisée à titre de gain ou perte non réalisé(e) sur les placements. La valeur du contrat à terme est fondée sur la variation de la valeur du fonds Enhancement Fund Limited (le « Fonds »), qui investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, et sur celle de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, après déduction du coût du levier. Les placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre d'Enhancement Fund Limited sont évalués selon la valeur liquidative déclarée définitive publiée par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou par les entités qui en assurent l'administration, à la date d'évaluation, ou, si cette information n'est pas disponible, selon la valeur liquidative déclarée provisoire la plus récente déterminée en



fonction des rendements intermédiaires établis par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou par les entités qui en assurent l'administration.

Le papier commercial adossé à des créances émis par des tiers (PCAA) est évalué à la juste valeur déterminée par Northwater.

Voir la note 4 pour plus de renseignements sur le PCAA.

**c) Couverture des devises**

La Fiducie conclut des contrats à terme sur 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 standardisé, la Fiducie peut être 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 à payer à la liquidation des contrats à terme standardisés correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie verse ou reçoit à la date d'évaluation.


Les contrats à terme standardisés sont évalués au cours acheteur, 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, la société de gestion peut, de temps à autre, établir un prix représentant le plus fidèlement la juste valeur, compte tenu de la valeur marchande courante de l'instrument sous-jacent. La valeur nominale des contrats à terme standardisés n'est pas comptabilisée à titre d'élément d'actif dans l'état de l'actif net.

**d) 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.

**e) Utilisation d'estimations**

La préparation des états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada exige de la Fiducie qu'elle établisse des estimations et élabore 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) **Coûts de transactions**

Les coûts de transactions sont passés en charge et inscrits à l'état des résultats. Les coûts de transactions sont des coûts supplémentaires directement attribuables à l'acquisition, à l'émission ou à la liquidation d'un placement.

3. **Risques liés aux instruments financiers**

Les activités de placement de la Fiducie peuvent l'exposer à divers risques financiers, notamment le risque de fluctuation des cours du marché, le risque de change, le risque de taux d'intérêt et le risque de crédit. Les informations ci-après fournissent un aperçu de ces risques et une description des mesures prises par la Fiducie pour atténuer l'incidence défavorable qu'ils peuvent avoir sur son rendement.

**Risque de marché**

Le risque de marché s'entend du risque que la valeur future d'un instrument financier fluctue par suite des variations de son cours, en raison de facteurs propres à l'instrument lui-même ou à son émetteur, ou de facteurs extérieurs.

La Fiducie investit dans les 75 fiducies de revenu les plus importantes cotées en bourse au Canada. La société de gestion s'efforce d'atténuer le risque de marché en diversifiant les placements dans ces 75 fiducies de revenu entre plusieurs secteurs différents. L'écart type des rendements des fiducies de revenu en glissement sur 24 mois s'est établi à 11,49 %. Une telle variation de la valeur du portefeuille aurait un impact de 1 550 795 \$ sur la valeur liquidative.

La Fiducie investit également dans un portefeuille d'actions canadiennes cotées en bourse et, par le biais d'un contrat à terme, a accepté de vendre les actions ordinaires au cocontractant à un prix basé sur le rendement d'un portefeuille sous-jacent de fonds de couverture. De ce fait, elle n'est aucunement exposée au risque de marché des actions ordinaires.

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

**Placements du portefeuille de fiducies de revenu**

<b>Catégories de fiducies</b>	<b>30 juin 2008</b>		<b>31 décembre 2007</b>			
	<b>Nbre de fiducies de revenu</b>	<b>Juste valeur</b>	<b>Nbre de fiducies de revenu</b>	<b>Juste valeur</b>		
Fiducies commerciales . . . . .	29	5 097 340 \$	38 %	28	6 049 264 \$	38 %
Fiducies du secteur de l'énergie . . . . .	24	4 457 831	33 %	25	5 236 511	33 %
Fiducies du secteur de l'électricité et des pipelines . . . . .	7	1 255 044	9 %	7	1 675 362	10 %
Fiducies de placement immobilier . . . . .	15	2 686 696	20 %	14	3 040 812	19 %
	<b>75</b>	<b>13 496 911 \$</b>	<b>100 %</b>	<b>74</b>	<b>16 001 949 \$</b>	<b>100 %</b>

La Fiducie est exposée au risque d'un portefeuille de fonds de couverture par le biais d'un contrat à terme de gré à gré (note 6). Le processus d'établissement de la juste valeur des placements dans les fonds de couverture à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié est fondé sur la juste valeur des placements sous-jacents des fonds de couverture. Cette valeur peut différer de celle qui aurait été disponible s'il y avait eu un marché pour ces placements et peut également différer du prix auquel les placements pourraient être vendus.

Le conseiller en placement atténue le risque de marché par la diversification des placements dans des fonds de couverture dont les rendements sont non corrélés aux marchés. Il suit en outre l'évolution des placements afin de veiller à ce que la décision d'investir dans un fonds de couverture particulier continue d'être adéquate pour le portefeuille du Fonds. Une attention spéciale est portée aux changements organisationnels effectués par les gestionnaires de fonds de couverture et aux modifications des politiques relatives à leurs objectifs de placement, à leur évaluation, à leur stratégie de couverture, à leur degré de diversification, à leur levier et à leurs frais.

Les tableaux qui suivent présentent des données sur les éléments du profil de risque de la Fiducie que le conseiller en placement juge pertinents et de son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2008</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2007</b>
Nombre de rendements mensuels positifs . . . . .	26	19
Nombre de rendements mensuels négatifs . . . . .	15	10
Pourcentage des mois négatifs . . . . .	36,6 %	34,5 %
Rendement moyen des mois négatifs . . . . .	(3,43)%	(3,28)%
Rendement mensuel le plus bas . . . . .	(9,86)%	(9,86)%

<b>Statistiques des fonds de couverture</b>	<b>Semestre terminé le 30 juin 2008</b>	<b>Semestre terminé le 30 juin 2007</b>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>1), 2)</sup> . . . . .	11	25
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>1), 2)</sup> . . . . .	15	1
Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	9,12 %	4,08 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	0,25 %	0,12 %

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 30 juin 2008 et 2007 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 de la Fiducie n'a été effectuée au cours du semestre terminé le 30 juin 2008. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant.

Le tableau ci-après présente l'écart type des rendements des fonds de couverture détenus par le Fonds, par stratégie. Il indique également l'incidence d'une variation équivalente des rendements sur la valeur liquidative du Fonds.

<u>Stratégie</u>	<u>Écart type *</u>	
	<u>(%)</u>	<u>(\$ US)</u>
Activiste .....	11,07 %	82 577 \$
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	3,31 %	80 631
Arbitrage sur titres en difficulté .....	5,99 %	75 621
Arbitrage de produits de taux .....	12,98 %	127 731
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	5,03 %	109 812
Multi-stratégie .....	4,10 %	165 249
Arbitrage sur réassurance .....	2,66 %	25 411
Arbitrage statistique .....	13,35 %	243 766

\* Calculé sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture inscrits au portefeuille au 30 juin 2008.

### Risque de change

Le risque de change découle des instruments financiers libellés dans une monnaie autre que le dollar américain, monnaie fonctionnelle de la Fiducie.

La Fiducie étant exposée à des placements en fonds de couverture libellés essentiellement en dollars américains par le biais du contrat à terme, la valeur de ces placements peut fluctuer selon le taux de change. Elle gère ce risque au moyens de contrats à terme sur devises.

### Risque d'illiquidité

Le risque d'illiquidité s'entend du risque que la Fiducie ne soit pas en mesure de satisfaire aux obligations associées à ses passifs financiers, notamment les emprunts, les distributions, le règlement des contrats à terme, les opérations visant à soutenir le cours de ses actions participatives et les demandes de rachat.

La Fiducie investit essentiellement dans les 75 fiducies de revenu les plus importantes cotées en bourse au Canada. Ces placements sont considérés comme très liquides. Elle est exposée, à travers le contrat à terme, à des fonds de couverture pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire actif. Ces placements sont considérés comme illiquides. Le Fonds est assujéti à des restrictions concernant les rachats de parts sur chacun des fonds de couverture de son portefeuille. En général, les restrictions visent la fréquence des rachats, lesquels peuvent être effectués mensuellement, trimestriellement, semestriellement ou annuellement. Les préavis de rachat

varient de 30 à 180 jours. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujettis à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions et à des restrictions visant les placements illiquides mis de côté.

Pour être en mesure de faire face à ses obligations financières, la Fiducie dispose d'une facilité de crédit qui lui permet d'obtenir de la trésorerie sous certaines conditions contractuelles. Par ailleurs, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié et géré en fonction de la date de liquidation de la Fiducie.

### Risque de crédit

La Fiducie investit dans des titres de créance des secteurs public et privé et elle est exposée à des fonds de couverture par le biais d'un contrat à terme. Ces instruments financiers comportent le risque que le cocontractant ne puisse pas satisfaire à ses obligations.

Les institutions financières qui agissent à titre de cocontractants représentent aussi un risque de crédit pour la Fiducie relativement à la trésorerie, aux instruments dérivés et aux facilités de crédits. Pour évaluer le risque de crédit, la société de gestion doit souvent se fonder sur les renseignements fournis par le cocontractant ou par une agence de notation, lesquels peuvent être très imprécis. Au 30 juin 2008, la notation des cocontractants était la suivante :

<u>Instrument :</u>	<u>Notation *</u>
Trésorerie .....	A-1+
Facilités de crédit .....	AA-
Contrat de change à terme .....	AA


\* Notations de Standard and Poor's.

La Fiducie ne peut détenir de titres de créance d'émetteurs dont la notation est inférieure à R-1 Moyen. La notation des émetteurs est indiquée dans l'état du portefeuille de placements.

Le risque de crédit lié aux placements dans les fonds de couverture est atténué par un processus de contrôle préalable approfondi visant surtout à surveiller chacun des placements afin de s'assurer que la décision d'investir dans une stratégie de fonds de couverture particulière continue d'être adéquate pour le portefeuille du Fonds.

### Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la variation des taux d'intérêt ait une incidence défavorable sur la juste valeur des titres à revenu



fixe. Les instruments financiers qui peuvent exposer la Fiducie au risque de taux d'intérêt sont les titres à revenu fixe à court terme. La duration effective, mesure du risque de taux d'intérêt couramment utilisée, exprimée en années, indique à quel degré un titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Elle tient compte du taux de rendement du titre, du taux du coupon, de l'échéance finale, des caractéristiques de remboursement par anticipation et des autres options intégrées. La duration effective d'un titre indique la variation approximative de la juste valeur à laquelle on peut s'attendre lorsque les taux d'intérêt varient de 1 %. Plus la duration est longue, plus le titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. La sensibilité de la Fiducie aux fluctuations des taux d'intérêt est minime, les titres à revenu fixe étant en général à court terme et détenus jusqu'à l'échéance.


#### 4. Papier commercial adossé à des créances émis par des tiers (« PCAA »)

Depuis août 2007, le Fonds doit faire face à une absence de liquidité pour son PCAA en raison de la conjoncture difficile des marchés. Le PCAA détenu par le Fonds était encore illiquide au 30 juin 2008.

Un comité de porteurs, appelé Comité pancanadien des investisseurs en papier commercial adossé à des créances émis par des tiers (le « comité ») a donc été constitué pour réfléchir à une restructuration du marché du PCAA. Le 23 décembre 2007, ce comité a annoncé un accord de principe visant la restructuration du marché du PCAA, sous réserve de certaines approbations et du vote affirmatif d'une majorité spéciale des porteurs. Lors d'une réunion tenue le 25 avril 2008, 96 % des porteurs, en termes de nombre et de valeur, ont approuvé l'accord selon lequel les billets actuels seront restructurés et transformés en billet à taux variable à échéance plus longue.

Le 5 juin 2008, le juge Campbell a donné son aval au plan de restructuration au titre de la Loi sur les arrangements avec les créanciers. Un appel de cette décision a été entendu par la Cour d'appel de l'Ontario les 25 et 26 juin (l'« appel »). La restructuration devrait avoir lieu après une décision favorable de la Cour (la « date d'exécution »).

Le Fonds a calculé la juste valeur du PCAA à l'aide, essentiellement, d'un modèle d'escompte des flux de trésorerie pondéré en fonction des probabilités. Ce modèle d'évaluation tient compte des conditions de la restructuration proposée par le comité ainsi que des données de marché pertinentes. Les principales hypothèses sont notamment une forte probabilité de succès de la restructuration proposée, la répartition proposée




des billets à recevoir en échange du PCAA détenu ainsi que d'autres facteurs comme les écarts de taux d'intérêt corrigés du risque, le taux d'escompte et les conditions du crédit.

La juste valeur du PCAA est donc le résultat d'une estimation de Northwater en fonction de l'information disponible au moment du calcul. Incidemment ce calcul a été fondé sur une information susceptible de changer. Les changements possibles pouvant avoir un impact significatif sur la valorisation du PCAA sont notamment l'issue de l'accord de principe, la variation de valeur des actifs sous-jacents du PCAA par suite du résultat de l'Appel et la variation des écarts de taux d'intérêt corrigés du risque et des hypothèses relatives au taux d'escompte et aux conditions du crédit.

La juste valeur attribuée au PCAA peut être différente de la valeur réelle réalisée à la vente ou lors d'une autre forme de liquidation; il est donc possible qu'elle soit surestimée ou sous-estimée.

## 5. Frais de gestion, frais de conseil et autres frais

La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion ») au titre d'une convention 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. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également 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 société de gestion est responsable de l'administration courante de la Fiducie, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,25 % de la valeur liquidative de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.


Des frais de service correspondant à 0,40 % par an de la valeur liquidative de la Fiducie sont versés à la société de gestion. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ils sont reversés en partie aux courtiers en valeurs inscrits, en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ils sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais de financement du contrat à terme correspondant à environ 0,60 % par an de la valeur marchande du Fonds doivent être versés au cocontractant du contrat à terme. Ces frais peuvent 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 6).

Le Fonds verse également au conseiller en placement des honoraires de conseil correspondant à 1,00 % par an de sa valeur liquidative, calculés et payés mensuellement à terme échu.

## 6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque canadienne (le « cocontractant »), le 31 mars 2005, afin d'obtenir une exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») détenu par le Fonds, celui-ci étant une société exonérée établie aux îles Caïmans. La Fiducie a cédé en garantie au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille. Elle a ainsi convenu de livrer le portefeuille d'actions ordinaires au cocontractant, 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 d'assurer l'exposition au Fonds, et des coûts afférents. C'est pourquoi 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 liquidative déclarée 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 contrat à terme arrive à échéance le 31 mars 2012.

Le valeur notionnelle du contrat à terme de gré à gré s'établissait à 12 085 168 \$ US et à 1 871 724 \$ CA au 30 juin 2008 (15 617 647 \$ US et 2 201 997 \$ CA au 31 décembre 2007). Au cours de la période terminée le 30 juin 2008, le cocontractant a demandé le rachat de 121,22 actions participatives du Fonds pour un total de 1 400 000 \$ US.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par la société de gestion. Au 30 juin 2008, la notation du cocontractant était de A-1+. La Fiducie pourrait 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.

La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre du Fonds au moyen du contrat à terme. Les fonds de couverture à stratégie neutre qui font partie du portefeuille du Fonds sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, 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 stratégie neutre 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 stratégie neutre varient et peuvent être mensuelles ou annuelles, les préavis allant en général de 30 à 180 jours, et les placements dans ces fonds peuvent être assujettis à des dispositions de blocage.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture par stratégie au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2007. Les fonds multistratégie n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

<b>Stratégie</b>	<b>30 juin 2008</b>			<b>31 décembre 2007</b>		
	<b>Nbre de fonds</b>	<b>Juste valeur (en \$ US)</b>		<b>Nbre de fonds</b>	<b>Juste valeur (en \$ US)</b>	
Activiste .....	1	745 955 \$	5 %	1	823 361 \$	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	3	2 435 969	17 %	3	2 393 950	13 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	3	1 262 462	9 %	4	2 214 191	12 %
Arbitrage de produits de taux .....	3	984 063	7 %	3	1 138 400	6 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions .....	—	—	—	1	213 907	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	4	2 183 143	15 %	4	2 727 271	15 %
Multistratégie .....	6	4 030 481	28 %	6	3 918 539	22 %
Arbitrage de réassurance .....	2	955 319	6 %	2	1 199 750	7 %
Arbitrage sur financement structuré .....	—	—	—	2	1 456 923	8 %
Arbitrage statistique .....	4	1 825 960	13 %	4	2 024 325	11 %
	26	14 423 352 \$	100 %	30	18 110 617 \$	100 %

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.

<b>Total de l'actif de chaque fonds de couverture (en millions de dollars US)</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
< 100 .....	6	0
100-250 .....	3	7
250-500 .....	2	5
500-750 .....	3	3
750-1000 .....	0	3
> 1000 .....	12	8
	26	26

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.

<u>Années écoulées</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
< 3 .....	1	7
3 – 6 .....	10	11
6 – 9 .....	9	6
9 – 12 .....	3	1
12 – 15 .....	2	1
> 15 .....	1	0
	26	26

Le graphique ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds par domiciliation aux 30 juin 2008 et 2007.

<u>Domiciliation</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
Îles Caïmans .....	22	23
Îles Vierges britanniques .....	2	1
Bermudes .....	2	2
	26	26


## 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 du Fonds.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,48 \$ par part (pour un total de 964 993 \$), comparativement à 0,48 \$ par part pour le semestre terminé le 30 juin 2007 (pour un total de 1 210 667 \$).

## 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 œuvre 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.

L'emprunt bancaire a varié entre 2 574 032 \$ et 2 585 698 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2008 (il avait varié entre 2 574 032 \$ et 2 690 571 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour le semestre s'est établi à 3,79 %.

## 9. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont cessibles 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 n'émet pas de fractions de parts.

La Fiducie a réalisé un produit brut de 32 500 000 \$ à l'émission de 3 250 000 parts lors de son premier appel public à l'épargne en février 2005. La rémunération des placeurs pour compte et les frais de ce placement se sont élevés respectivement à 1 706 250 \$ et à 487 500 \$.

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 déclarée 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, 58 800 parts, pour un total de 421 234 \$, au cours du semestre terminé le 30 juin 2008 (63 400 parts pendant le semestre terminé le 30 juin 2007).

Les porteurs peuvent également demander le rachat de leurs parts le 30 juin de chaque année, à compter de 2006, moyennant un avis transmis à la

société de gestion au moins 45 jours avant cette date. Les parts ne sont 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 déclarée à la date de rachat, payable au plus tard le 30<sup>e</sup> jour ouvrable suivant la date de rachat applicable (la « date de paiement »). Les distributions à verser 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. Néanmoins, la Fiducie n'est pas tenue de racheter plus de 15 % du nombre de parts en circulation à une date de rachat donnée. 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 2008, 1 065 089 parts avaient été présentées au rachat (900 902 parts au 30 juin 2007). 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 23 juillet 2008, 297 350 parts ont été rachetées, à la valeur liquidative par part déclarée au 30 juin 2008, soit 8,3470 \$, pour une contrepartie en numéraire de 2 481 981 \$ (373 754 parts pour une contrepartie de 3 592 972 \$ au 30 juin 2007).

Les capitaux propres se composent du capital social et du déficit. Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social et le déficit effectués au cours des périodes indiquées :

<b>Semestre terminé le</b> <b>30 juin 2008</b>	<b>Parts en</b> <b>circulation</b>	<b>Capital</b> <b>social</b>	<b>Surplus</b> <b>d'apport</b>	<b>Bénéfices</b> <b>non répartis</b> <b>(déficit)</b>	<b>Capitaux</b> <b>propres</b>
<b>Solde au</b>					
<b>31 décembre</b>					
<b>2007</b> .....	2 041 136	19 033 594	31 709	(2 100 923)	16 964 380
Augmentation					
(diminution) de l'actif					
net liée aux activités					
pour l'exercice .....					
	—	—	—	863 549	863 549
Parts annulées au cours					
de la période .....					
	(58 800)	(548 310)	127 076*	—	(421 234)
Parts rachetées au cours					
de la période .....					
	(297 350)	(2 772 789)	290 808*	—	(2 481 981)
Distributions .....					
	—	—	—	(964 993)	(964 993)
<b>Solde au</b>					
<b>30 juin 2008</b> .....					
	<u>1 684 986</u>	<u>15 712 495</u>	<u>449 593</u>	<u>(2 202 367)</u>	<u>13 959 721</u>

<u>Semestre terminé le 30 juin 2007</u>	<u>Parts en circulation</u>	<u>Capital social</u>	<u>Surplus d'apport</u>	<u>Bénéfices non répartis (déficit)</u>	<u>Capitaux propres</u>
<b>Solde au 31 décembre 2006</b> .....	2 555 090	23 826 214 \$	—	(1 226 185) \$	22 600 029 \$
<b>Ajustement dû au passage des cours de clôture aux cours acheteurs (note 2)</b> .....	—	—	—	(73 122)	(73 122)
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	—	—	—	3 048 881	3 048 881
Parts annulées au cours de la période	(63 400)	(591 204)	38 213 *	—	(552 992)
Parts rachetées au cours de la période	(373 854)	(3 485 256)	(38 213) *	(69 503)	(3 592 972)
Distributions	—	—	—	(1 210 667)	(1 210 666)
<b>Solde au 30 juin 2007</b> ...	<u>2 117 936</u>	<u>19 749 754 \$</u>	<u>—</u>	<u>469 404 \$</u>	<u>20 219 158 \$</u>

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

## 10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2007, 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 à la 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 versée ou à verser aux porteurs de parts chaque année civile, celle-ci n'a pas d'impôt à payer 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 en conséquence. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2007, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital ni de report de pertes en capital.

## 11. Rapprochement de la valeur liquidative et de l'actif net

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont accordé aux fonds communs de placement une dispense provisoire d'un an, jusqu'au 30 septembre 2008, en ce qui concerne l'application du chapitre 3855 relativement au calcul et à la présentation de la valeur liquidative aux fins des opérations (la « valeur liquidative déclarée »). L'objectif était de permettre un examen plus approfondi du bien-fondé de ces nouvelles directives pour le calcul de la valeur liquidative déclarée. Selon l'issue de cet examen, la méthode de calcul de la valeur liquidative déclarée selon le chapitre 3855 pourrait entraîner un changement dans la valeur liquidative des fonds communs de placement.

Par suite de la décision des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un rapprochement de la valeur liquidative déclarée et de la valeur d'actif net calculée selon le chapitre 3855 doit être présenté dans les états financiers.


Le tableau suivant présente un rapprochement entre la valeur liquidative déclarée au 30 juin 2008 et l'actif net calculé selon le chapitre 3855.

	<u>Valeur liquidative</u>	<u>Valeur liquidative par part</u>
Actif net selon l'état de l'actif net .....	13 959 721 \$	8,28 \$
Ajustement au titre du chapitre 3855 .....	62 798	0,07
Valeur liquidative déclarée .....	<u>14 022 519 \$</u>	<u>8,35 \$</u>

## 12. 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 de la société de gestion ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que la société de gestion, relativement à toute obligation et à tous 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 passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie.
- 3) Une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et 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.
- 5) L'indemnité n'est toutefois pas exigible dans les cas de manque de diligence appropriée; une indemnité payable au fiduciaire, à la société de gestion, à une société affiliée du fiduciaire ou de la société de gestion ou du porteur de parts pour toutes les charges subies raisonnablement relativement à toute action, poursuite ou procédure à laquelle le fiduciaire, la société de gestion, la société affiliée du fiduciaire ou de la société de gestion 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 fausse 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 relativement aux coûts et charges ou à toute réclamation ou perte résultant de 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; iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signé 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 conventions d'indemnisation conclues par la Fiducie peuvent avoir une durée illimitée. La Fiducie n'est pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée aux 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.

Au premier rang de l'innovation financière depuis janvier 1989, Northwater Capital Management Inc. propose des solutions de portefeuille personnalisées aux investisseurs internationaux au moyen de sa plateforme exclusive de gestion de portefeuilles (Portfolio Platform™) qui offre la souplesse et la capacité d'extension nécessaires pour satisfaire une large gamme de besoins en placement.

Northwater Capital Management Inc. 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 stratégie neutre qui génèrent des rendements constants dans des conjonctures de marché normales et extrêmes, Northwater est en mesure d'offrir une source fiable d'alpha ou de plus-value. 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 qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 14,0 G\$ CA, dont 4,5 G\$ US en fonds de couverture au 30 juin 2008. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater se spécialise dans l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

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

Northwater agit à titre de conseiller de Northwater Top 75 Income Trusts<sup>Plus</sup> 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, premier instrument de placement négocié en Bourse au Canada investi dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.
- Northwater Five-Year Market-Neutral Trust, lancée en 2004.

## NORTHWATER TOP 75 INCOME TRUSTS PLUS

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

## GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

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

## CONSEILLER EN PLACEMENT DE ENHANCEMENT FUND LIMITED

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

## CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault LLP  
Suite 4700, Box 48  
Toronto Dominion Bank Tower  
Toronto, Ontario M5K 1E6

## VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.  
Suite 3000, Box 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](mailto:mpt@northwatercapital.com)

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

Symbol TSE : NTP.UN



