

Rapport de gestion intermédiaire

Pour le semestre terminé le 30 novembre 2009

Rapport de gestion intermédiaire pour le semestre terminé le 30 novembre 2009

L'Autorité des marchés financiers a publié en 2008 le *Règlement sur l'information continue des fonds d'investissement en capital de développement* (le « Règlement ») qui exige dorénavant la production d'un rapport de gestion intermédiaire. Il s'agit du premier rapport de gestion intermédiaire produit par le Fonds de solidarité FTQ (le « Fonds »).

Le présent rapport de gestion intermédiaire vise à permettre aux lecteurs d'évaluer du point de vue de la direction, les résultats et la situation financière du Fonds ainsi que les changements importants survenus à l'égard de ceux-ci pour le semestre terminé le 30 novembre 2009. Le rapport de gestion intermédiaire complète les états financiers au 30 novembre 2009 et contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers du Fonds. Pour faciliter leur compréhension des événements et des incertitudes, les lecteurs doivent lire ce rapport de gestion intermédiaire en parallèle avec les états financiers et les notes complémentaires qui les accompagnent. Certaines informations financières du semestre terminé le 30 novembre 2008 ont été retraitées pour les rendre comparables à celles du semestre courant. Ces retraitements découlent notamment de l'application du Règlement.

Le présent rapport contient certains énoncés prévisionnels sur les activités, les résultats et les stratégies du Fonds, qui devraient être interprétés avec précaution. Du fait de leur nature, les énoncés prévisionnels comportent des hypothèses, des incertitudes et des risques ; il est donc possible, en raison de plusieurs facteurs, que ces prévisions ne se réalisent pas. Par exemple, des changements d'ordre législatif ou réglementaire, les conditions économiques et commerciales ainsi que le degré de concurrence constituent une liste non exhaustive des facteurs importants qui peuvent influencer, parfois de façon significative, sur la justesse des énoncés prévisionnels contenus dans ce rapport. Le rapport de gestion est daté du 21 décembre 2009.

Vous pouvez obtenir les états financiers au 30 novembre 2009 gratuitement, sur demande, en composant le 514 383-3663 ou sans frais le 1 800 567-3663, en nous écrivant au 8717, rue Berri, Montréal (Québec) H2M 2T9, ou en consultant notre site internet www.fondsftq.com ou le site internet de SEDAR www.sedar.com. Vous pouvez également obtenir de la même façon l'information annuelle.

Veillez vous référer au glossaire du rapport annuel 2009 pour les définitions des termes utilisés dans le présent rapport.

FAITS SAILLANTS FINANCIERS

Les tableaux qui suivent font état de données financières clés concernant le Fonds et ont pour objet de vous aider à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices et du semestre terminé le 30 novembre 2009. Ces renseignements découlent des états financiers vérifiés du Fonds. Les résultats du Fonds sont commentés sous la rubrique « Résultats d'exploitation », à la page 3.

Ratios et données supplémentaires

Exercices ou semestre terminés les
(en millions de dollars, sauf si autrement spécifié)

	30 novembre 2009	31 mai 2009	31 mai 2008	31 mai 2007	31 mai 2006	31 mai 2005
Produits	111	239	261	249	231	213
Bénéfice net (perte nette)	515	(919)	(89)	475	366	271
Actif net	6 999	6 375	7 285	7 239	6 607	5 955
Actions catégorie A en circulation (en milliers)	296 821	291 733	290 050	284 628	277 466	264 845
Ratio des charges totales d'exploitation* (%)	0,69	1,70	1,36	1,34	1,40	1,43
Taux de rotation du portefeuille** :						
Investissements en capital de développement (%)	3,72	6,71	12,22	18,35	15,15	17,60
Autres investissements (%)	109,39	179,65	118,80	113,45	83,22	89,07
Ratio des frais d'opérations*** (%)	0,02	0,02	0,03	0,03	0,04	0,04
Nombre d'actionnaires (nombre)	**** 570 889	570 889	575 394	574 794	573 086	568 383
Émissions d'actions	242	655	611	571	614	706
Rachats d'actions	132	647	476	402	329	256
Juste valeur des investissements en capital de développement*****	4 876	4 598	3 959	3 736	3 333	2 899

* On obtient le ratio des charges totales d'exploitation de la façon suivante : pour un semestre, en divisant les charges d'exploitation (excluant la taxe sur le capital) inscrites à l'état des résultats du semestre par l'actif net à la fin de ce semestre ; pour un exercice, en divisant les charges d'exploitation (excluant la taxe sur le capital) de l'exercice par l'actif net moyen de cet exercice. Le ratio des charges totales d'exploitation pour le semestre terminé le 30 novembre 2009 est présenté sur une base non annualisée.

** Le taux de rotation du portefeuille reflète le nombre de changements apportés à la composition d'un portefeuille. Il n'existe pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un portefeuille. Le taux de rotation du portefeuille pour le semestre terminé le 30 novembre 2009 est présenté sur une base non annualisée.

*** Le ratio des frais d'opérations correspond aux frais de transaction, présentés en pourcentage annualisé de l'actif net, pour la période intermédiaire, et de l'actif net moyen, pour l'exercice.

**** Donnée au 31 mai 2009.

***** Ces investissements incluent les fonds engagés mais non déboursés ainsi que les garanties et cautionnements.

Variation de l'actif net par action

Exercices ou semestre terminés les
(en dollars)

	30 novembre 2009 (6 mois)	31 mai 2009	31 mai 2008	31 mai 2007	31 mai 2006	31 mai 2005
Actif net par action en début d'exercice / du semestre*	21,78	25,05	25,36	23,74	22,41	21,37
Modification de convention comptable	0,00	0,00	0,00	(0,04)	0,00	0,00
Augmentation (diminution) attribuable à l'exploitation** :	1,75	(3,16)	(0,31)	1,68	1,35	1,07
Intérêts et dividendes	0,38	0,82	0,90	0,87	0,85	0,84
Charges d'exploitation et frais d'opérations	(0,16)	(0,37)	(0,34)	(0,33)	(0,33)	(0,32)
Impôts et taxe sur le capital	(0,05)	(0,05)	0,00	(0,07)	(0,03)	(0,08)
Gains (pertes) réalisés	0,35	(1,31)	0,35	0,61	0,04	0,59
Gains (pertes) non réalisés	1,23	(2,25)	(1,22)	0,60	0,82	0,04
Écart attribuable aux émissions et aux rachats d'actions	(0,02)	(0,11)	0,00	(0,02)	(0,02)	(0,03)
Actif net par action à la fin de l'exercice / du semestre	23,51	21,78	25,05	25,36	23,74	22,41

* L'actif net par action est fonction du nombre réel d'actions en circulation au moment considéré.

** L'augmentation ou la diminution attribuable à l'exploitation est fonction du nombre moyen pondéré d'actions en circulation au cours de l'exercice ou du semestre visé.

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

Les six derniers mois ont été caractérisés par la fin de la récession mondiale. Bien que l'on soit encore loin du niveau d'activité atteint à la fin de l'année 2007, on peut penser que le pire est passé.

L'économie américaine a retrouvé le chemin de la croissance au troisième trimestre de 2009, avec un taux de croissance annualisé du PIB de 2,8 %, après avoir connu des taux de croissance annualisés de -6,4 % et de -0,7 % respectivement au premier et au deuxième trimestre. Malgré le retour à la croissance, le taux de chômage avoisine toujours les 10 %. En ce qui a trait à la variation annuelle de l'IPC américain, elle était de 1,8 % en novembre, un premier résultat positif depuis le creux de -2,1 % enregistré en juillet.

Au Canada, la croissance économique a également été positive au troisième trimestre, avec un taux de croissance annualisé du PIB de 0,4 %, comparativement à un taux de croissance annualisé de -6,2 % et de -3,1 % respectivement au premier et au deuxième trimestre. Selon certains experts, le PIB du Québec pourrait augmenter d'environ 1 % au dernier trimestre de 2009 après être redevenu positif au troisième trimestre avec un taux de croissance annualisé de 0,6 %. Quant à l'IPC canadien, il est revenu en territoire positif depuis octobre et a affiché une variation annuelle de 1,0 % en novembre.

La Banque du Canada a réitéré en décembre 2009 son engagement à garder le taux directeur inchangé (à 0,25%) jusqu'en juin 2010, si l'inflation reste contenue. Depuis quelques mois, les taux d'intérêt à court terme et long terme sur les obligations gouvernementales sont restés relativement stables. Le changement le plus notable ayant trait aux taux d'intérêt concerne les écarts de crédit corporatifs ; ces derniers se sont contractés considérablement au cours de l'année 2009 (250 points de base en moyenne de janvier 2009 à novembre 2009). Ce mouvement s'explique par des écarts de crédit qui escomptaient en début d'année une situation économique beaucoup plus difficile.

Au cours des six derniers mois, le prix des matières premières, notamment du cuivre, de l'or et du pétrole, ont monté en flèche. Cela a eu pour effet de raffermir le dollar canadien au cours de l'été. Finalement, les Bourses partout dans le monde ont connu des redressements importants au cours de cette même période.

Cette conjoncture économique a représenté la toile de fond sur laquelle se sont articulées nos activités au cours du semestre et, globalement, elle a eu des effets positifs sur la performance du Fonds.

ANALYSE DE LA PERFORMANCE FINANCIÈRE PAR LA DIRECTION

Résultats d'exploitation

Résultat global

La conjoncture économique mondiale s'est améliorée au cours des derniers mois, mais elle demeure encore fragile. Dans ce contexte économique, encore marqué par de l'instabilité, le Fonds a bien réussi à tirer son épingle du jeu.

Ainsi, nous avons réalisé un bénéfice net de 515 millions \$ pendant le semestre, comparativement à une perte nette de 1,1 milliard \$ pour la même période en 2008. Ce résultat a produit un rendement positif de 8,0 %, une performance nettement supérieure au rendement négatif de 15,3 % pour la même période l'an dernier. Ce rendement positif provient en bonne partie de l'appréciation qu'ont connue les marchés boursiers au cours du semestre. En ce qui concerne les 12 derniers mois (soit du 1^{er} décembre 2008 au 30 novembre 2009), le Fonds a produit un rendement positif de 11,5 % comparativement au rendement négatif de 16,5 % pour la même période l'an dernier.

En raison de sa mission, une partie importante du portefeuille du Fonds est constituée de titres privés et de fonds spécialisés, ce qui ne lui a pas permis de bénéficier pleinement de la remontée des marchés boursiers au cours des derniers mois. Par conséquent, la répartition d'actifs du Fonds tend à limiter son potentiel de rendement dans un cycle haussier des marchés boursiers comme celui que l'on vit présentement ; cependant, dans un cycle baissier c'est le phénomène inverse qui se produit. À titre d'exemple, on peut rappeler que pendant la même période l'an dernier alors que la crise financière frappait de plein fouet, le Fonds avait réussi à obtenir un rendement à la fois supérieur au rendement moyen des fonds communs équilibrés canadiens et à celui des principaux indices boursiers.

Les secteurs Investissements et Placements ont tous deux influé de manière considérable et positive sur les résultats du semestre. L'actif géré par le secteur Investissements se compose essentiellement des investissements en capital de développement réalisés, conformément à notre mission, en actions, en parts ou en prêts auprès de nos entreprises partenaires privées et publiques. Ce secteur a obtenu un rendement brut positif de 7,6 % pour le semestre, nettement supérieur au rendement négatif de 15,7 % enregistré pour la même période en 2008. En considérant ce rendement et compte tenu du niveau des investissements liés à notre mission pendant le semestre, l'actif de ce secteur est à la hausse et correspond à 49 % de l'actif sous gestion au 30 novembre 2009 (comparativement à 43 % un an auparavant), soit 3,4 milliards \$. Le secteur Placements gère les autres investissements, c'est-à-dire les actifs non investis dans les entreprises partenaires ; ces investissements sont constitués d'obligations, de titres du marché monétaire, d'actions sectorielles, de fonds de fonds de couverture, d'un portefeuille de titres à revenu élevé¹ et de fonds d'infrastructure à l'international. Pour le semestre, ce secteur a obtenu un rendement brut positif de 10,2 %, nettement supérieur au rendement négatif de 14,2 % réalisé au cours de la même période en 2008. Quant à l'actif de ce secteur, il correspond à 3,6 milliards \$, ou 51 % de l'actif sous gestion du Fonds, au 30 novembre 2009 (comparativement à 57 % il y a un an). Le ratio des charges totales d'exploitation à la fin du semestre se situe à 0,7 %, soit un ratio identique à celui obtenu au cours de la période correspondante l'an dernier.

Rendement du Fonds

Semestres terminés les 30 novembre

	2009			2008		
	Actif sous gestion à la fin* (en millions de dollars)	Pondération %	Rendement %	Actif sous gestion à la fin* (en millions de dollars)	Pondération %	Rendement %
Investissements en capital de développement	3 445	48,9	7,6	2 674	43,1	(15,7)
Autres investissements**	3 604	51,1	10,2	3 533	56,9	(14,2)
	7 049	100,0	8,9	6 207	100,0	(14,6)
Charges d'exploitation et frais d'opérations			(0,7)			(0,7)
Impôts et taxe sur le capital			(0,2)			(0,0)
Rendement du Fonds (semestre)			8,0			(15,3)
Rendement du Fonds (12 derniers mois)			11,5			(16,5)

* L'actif sous gestion à la fin correspond à la juste valeur, à la fin du semestre, de l'actif géré par les secteurs Investissements et Placements et qui a servi à générer les produits présentés aux résultats.

** Les autres investissements représentent le solde des actifs non investis auprès des entreprises partenaires. Géré par le secteur Placements, ce portefeuille est constitué d'obligations, de titres du marché monétaire, d'actions sectorielles, de fonds de fonds de couverture, d'un portefeuille de titres à revenu élevé et de fonds d'infrastructure à l'international.

¹ Le portefeuille de titres à revenu élevé est composé d'actions privilégiées, d'actions à dividendes élevés et de parts de fiducies de revenu.

Résultats par secteur

La performance du secteur Investissements est influencée par différents facteurs, notamment le comportement des marchés financiers et les conditions économiques et commerciales dans lesquelles évoluent nos entreprises partenaires, ainsi que par la gestion active de nos investissements. Le rendement brut positif de 7,6 % du secteur Investissements pour le semestre s'explique principalement par :

- le rebond des marchés boursiers qui a débuté au printemps de 2009 et qui s'est poursuivi tout au long du semestre, et qui a permis à notre portefeuille de titres cotés du secteur Investissements d'afficher un rendement positif de 17,8 %, comparativement à un rendement négatif de 41,1 % au cours de la même période l'an dernier sur un marché boursier extrêmement déprimé ;
- l'amélioration des résultats (un rendement positif de 5,2 %) obtenus pour notre portefeuille de titres privés et de fonds spécialisés au cours du semestre ; ce résultat fait suite à un rendement négatif de 8,3 % enregistré pour la même période en 2008. L'amélioration des résultats s'explique par la solidité du portefeuille combinée à une conjoncture économique plus favorable et une diminution significative du coût du crédit.

L'évolution des taux d'intérêt et la performance des marchés boursiers sont les facteurs déterminants quand on analyse la performance du secteur Placements. Ainsi, les résultats obtenus par ce secteur sont influencés par le comportement des marchés financiers et par les conditions touchant l'environnement économique du Fonds. Le rendement brut positif de 10,2 % du secteur Placements pour le semestre s'explique principalement par :

- l'appréciation des marchés boursiers au cours des derniers mois, qui a permis de bonifier les résultats obtenus grâce à la stratégie sectorielle mise en place il y a quelques années, et de dégager ainsi un rendement positif de 13,5 % pour les portefeuilles d'actions sectorielles² et autres titres³. Cette performance a fait suite à un rendement négatif de 31,1 % au cours de la même période l'an dernier, sur un marché boursier très touché par la crise financière, tant au Canada qu'à l'international ;
- un rendement positif de 7,7 % réalisé sur notre portefeuille de titres à revenu fixe au cours du semestre, comparativement à un rendement négatif de 1,6 % au cours de la même période en 2008. La hausse de valeur des titres obligataires (provinces et corporatifs) attribuable à la réduction des écarts de crédit combinée aux revenus d'intérêt générés par le portefeuille, a permis d'obtenir un rendement global plus que satisfaisant pour cette catégorie d'actifs.

Rendement par catégorie d'actifs

Semestres terminés les 30 novembre

	2009			2008		
	Actif sous gestion à la fin (en millions de dollars)	Pondération %	Rendement %	Actif sous gestion à la fin (en millions de dollars)	Pondération %	Rendement %
Investissements en capital de développement						
Titres privés et fonds spécialisés	2 716	38,6	5,2	2 261	36,4	(8,3)
Titres cotés	729	10,3	17,8	413	6,7	(41,1)
Autres investissements						
Titres à revenu fixe	2 044	29,0	7,7	2 091	33,7	(1,6)
Actions sectorielles et autres titres	1 560	22,1	13,5	1 442	23,2	(31,1)
	7 049	100,0	8,9	6 207	100,0	(14,6)

Analyse des flux de trésorerie, du bilan et des éléments hors bilan

Flux de trésorerie

Les flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation du Fonds ont totalisé 54 millions \$ pour le semestre, en légère baisse comparativement au total de 62 millions \$ enregistré pour la même période en 2008. La variation de ces flux de trésorerie résulte de nos opérations courantes.

Par ailleurs, les flux de trésorerie liés aux activités de financement du Fonds ont généré un montant total de 104 millions \$ pour le semestre, comparé à un montant total de 23 millions \$ pour le semestre correspondant de 2008. Globalement, le solde du montant d'actions émises et du montant d'actions rachetées a été de 105 millions \$ pour le semestre et à la hausse par rapport au montant de 30 millions \$ obtenu au cours de la même période l'an dernier, ce qui explique la hausse des flux de trésorerie correspondants. Celle-ci provient principalement de la baisse du nombre d'actions rachetées, qui représente une valeur de 137 millions \$ pour le semestre sur une base de trésorerie, comparativement à 258 millions \$ pour la même période l'an dernier, au cours de laquelle on avait observé une accélération des rachats en raison de l'anticipation d'un rendement semestriel négatif. De leur côté, le montant des actions émises se chiffre à 242 millions \$ pour le semestre sur une base de trésorerie, en baisse par rapport au montant de 288 millions \$ pour le semestre correspondant de 2008.

² Ces secteurs sont ceux des matériaux, de l'énergie, de la consommation de base, des services aux collectivités et des télécommunications.

³ Les autres titres sont des fonds de fonds de couverture, un portefeuille de titres à revenu élevé (composé d'actions privilégiées, d'actions à dividendes élevés et de parts de fiducies de revenu) et, depuis 2008-2009, des fonds d'infrastructure à l'international.

Quant aux flux de trésorerie liés aux activités d'investissement du Fonds, ceux-ci correspondent à une sortie nette de liquidités d'un montant de 167 millions \$ pour le semestre, comparativement à une sortie nette de liquidités d'un montant de 90 millions \$ pour la même période l'an dernier. Pour soutenir des investissements nets (acquisitions moins produits de cession) de 236 millions \$ dans les entreprises partenaires du Fonds, les liquidités provenaient en partie d'un désinvestissement net de 70 millions \$ dans les autres investissements du Fonds.

Le Fonds dispose également de marges de crédit pour les besoins de son fonds de roulement. Au 30 novembre 2009, ces marges de crédit n'étaient pas utilisées.

Bilan et éléments hors bilan

Le montant des investissements en capital de développement au bilan est passé de 3,4 milliards \$ au 31 mai 2009 à 3,8 milliards \$ au 30 novembre 2009. Cette augmentation s'explique essentiellement par nos investissements nets déboursés (investissements déboursés moins désinvestissements) et par la plus-value ayant été enregistrée au cours du semestre sur nos investissements.

Au cours du semestre, le Fonds a réalisé des investissements directs de 299 millions \$ dans ses entreprises partenaires, en baisse par rapport aux 344 millions \$ enregistrés au cours de la même période l'an dernier. Par ailleurs, les montants engagés mais non encore déboursés sont passés de 1 209 millions \$ au 31 mai 2009 à 1 057 millions \$ au 30 novembre 2009.

De plus, le montant des autres investissements au bilan a augmenté de 271 millions \$ au cours du semestre pour s'établir à 3,5 milliards \$ au 30 novembre 2009. Cette augmentation est attribuable essentiellement aux hausses de valeurs des titres du portefeuille, qui résultent notamment de l'appréciation des marchés boursiers et financiers.

La couverture obligataire a été réduite graduellement de 75 millions \$ au 31 mai 2009 à 55 millions \$ au 30 novembre 2009, dans le cadre de la poursuite de la stratégie mise en place au cours de l'exercice terminé le 31 mai 2009. Le degré de couverture sera ajusté au cours des prochains mois en fonction de l'évolution réelle et anticipée des taux d'intérêt. De plus, nous avons également revu au cours du semestre d'autres stratégies de protection précédemment mises en place avec pour objectif d'améliorer le profil risque-rendement des portefeuilles investissements en capital de développement et autres investissements. À titre d'exemple, nous avons éliminé la couverture du portefeuille d'actions sectorielles en réaction à l'évolution des marchés boursiers. Des produits dérivés sont également utilisés pour protéger le portefeuille des autres investissements contre des fluctuations, notamment celles des taux de change, lorsque les actifs qui le composent sont libellés en devises. La *Politique de gestion globale des actifs financiers* ne permet l'utilisation de produits dérivés qu'à des fins de protection du capital.

Mission du Fonds, objectifs et stratégies

La mission, les objectifs et les stratégies du Fonds n'ont connu aucun changement significatif depuis la publication du plus récent rapport de gestion annuel.

Norme de 60 %

La norme de 60% est prescrite par la loi constitutive du Fonds et stipule que les investissements moyens du Fonds dans des entreprises admissibles qui ne comportent aucune garantie doivent représenter au moins 60 % de son actif net moyen de l'exercice précédent.

Au 31 mai 2009, la valeur des investissements moyens admissibles⁴ s'élevait à 4,4 milliards \$ soit 61,7 % de l'actif net moyen de l'exercice précédent. Puisque le pourcentage minimal de la norme a été atteint au 31 mai 2009, les règles régissant la norme de 60 % ne limitent pas le montant des actions qui pourront être émises au cours de l'exercice 2009-2010. Toutefois, le conseil d'administration a fixé à 700 millions \$ la valeur des actions donnant droit aux crédits d'impôt pour fonds de travailleurs que le Fonds émettra pendant cet exercice. Au 30 novembre 2009 et au 31 mai 2009, le Fonds respectait également l'ensemble des autres limites et règles énoncées dans sa loi constitutive.

Le Fonds prévoit respecter l'ensemble des limites et règles énoncées dans sa loi constitutive au cours des prochaines années.

Événements récents

Conventions comptables et plan de basculement pour les IFRS

Au cours du semestre, le Fonds a appliqué de nouvelles normes comptables adoptées par l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA). Ces normes sont décrites à la note 3 des états financiers. Aucune d'entre elles n'a eu d'incidence sur le résultat net et le résultat net par action, ni sur la valeur de l'action au 30 novembre 2009 et 2008. De plus, les modifications futures de conventions comptables et les informations relatives au plan de conversion aux normes internationales d'information financière (IFRS) sont traitées à la note 4 des états financiers.

Le Fonds n'entrevoit pas l'adoption de nouvelles conventions comptables qui auraient des incidences notables sur le résultat net de son exercice financier ou de son actif net par action au 31 mai 2010.

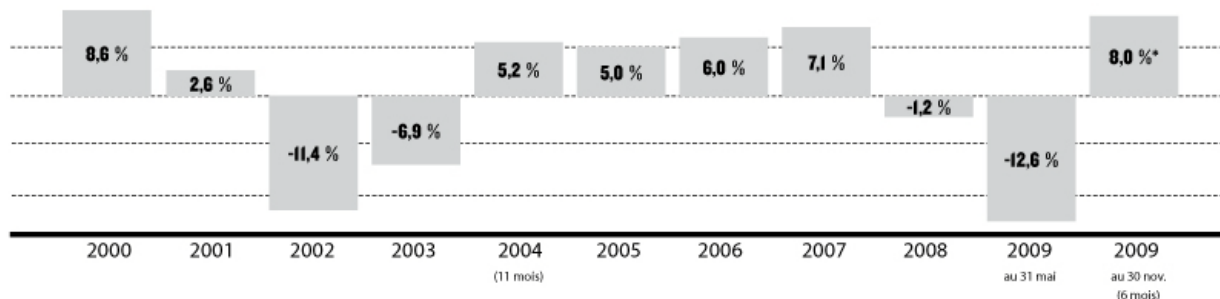
⁴ Ces investissements incluent les fonds engagés mais non déboursés ainsi que les garanties et cautionnements.

RENDEMENT PASSÉ

Cette section présente les rendements passés du Fonds. Ces rendements ne sont pas nécessairement indicatifs des rendements futurs.

Rendement annuel du Fonds

Le graphique ci-dessous montre le rendement annuel du Fonds et fait ressortir la variation de ce rendement d'un exercice à l'autre, pour les 10 derniers exercices et pour le semestre terminé le 30 novembre 2009.



* Rendement non annualisé du semestre terminé le 30 novembre 2009

On calcule le rendement annuel du Fonds en divisant le résultat net par action de l'exercice par le prix de l'action au début de l'exercice. Ce rendement est différent du rendement composé annuel à l'actionnaire puisque, contrairement à celui-ci, le rendement annuel du Fonds tient compte des émissions et des rachats d'actions qui ont eu lieu au cours de l'année, ce qui a un effet dilutif ou relatif sur le résultat net par action, selon le cas. Pour calculer le rendement non annualisé pour le semestre terminé le 30 novembre 2009, on divise le résultat net par action du semestre par le prix de l'action au début du semestre.

Rendements composés annuels à l'actionnaire

Au prix actuel de l'action de 23,51 \$, un actionnaire ayant investi au début de chacune des périodes indiquées ci-dessous obtient les rendements composés annuels suivants :

10 ans	5 ans	3 ans	1 an
0,2 %	1,5 %	-1,1 %	10,9 %

On calcule le rendement composé annuel à l'actionnaire en tenant compte de la variation annualisée du prix de l'action sur chacune des périodes indiquées. Ce rendement est différent du rendement annuel du Fonds, puisque, tel que mentionné précédemment, il ne tient pas compte de l'effet dilutif ou relatif des émissions et des rachats d'actions en cours d'année. C'est ce qui explique que le rendement composé annuel à l'actionnaire des 12 derniers mois (soit du 1^{er} décembre 2008 au 30 novembre 2009) ait été de 10,9 %, alors que le rendement du Fonds ait été, quant à lui, de 11,5 % pour la même période.

Le rendement composé annuel à l'actionnaire depuis la création du Fonds est de 3,5 %.

Rendements composés annuels à l'actionnaire (incluant les crédits d'impôt)

En considérant les crédits d'impôt du gouvernement du Québec et du gouvernement fédéral liés aux fonds de travailleurs (d'un montant de 15% chacun), au prix actuel de l'action (23,51 \$), un actionnaire ayant investi (par exemple sous forme de retenues sur le salaire) le même montant chaque année obtient un rendement composé annuel de 11,5 % et de 7,6 % respectivement sur une période de 7 ans et de 10 ans. Ce rendement ne tient pas compte des déductions fiscales relatives au REER.

APERÇU DU PORTEFEUILLE

Au 30 novembre 2009, les actifs totaux du Fonds, composés du portefeuille d'investissements en capital de développement et du portefeuille des autres investissements, se répartissaient comme suit :

Catégories d'actif	% de l'actif net
Investissements en capital de développement	
Titres privés	24,0
Fonds spécialisés	14,8
Titres cotés	10,4
	49,2
Autres investissements	
Encaisse et marché monétaire	2,4
Obligations	26,8
Actions sectorielles	15,0
Fonds de fonds de couverture	3,1
Portefeuille de titres à revenu élevé	3,4
Fonds d'infrastructure à l'international	0,8
	51,5

Au 30 novembre 2009, les émetteurs des 25 principales positions détenues par le Fonds, dont 16 appartiennent au portefeuille d'investissements en capital de développement et 9 au portefeuille des autres investissements, étaient les suivants :

Émetteurs	% de l'actif net
Investissements en capital de développement (16 émetteurs) *	28,6
Autres investissements (9 émetteurs)**	16,9
	45,5

* Les 16 émetteurs représentant collectivement 28,6 % de l'actif net du Fonds sont :

Atrium Innovations inc.
Cogeco Câble inc.
Corporation Financière L'Excellence Itée
Entreprises publiques québécoises à faible capitalisation ⁵
Éthanol Greenfield inc.
Fonds immobilier du Fonds de solidarité FTQ inc ⁵
Gestion TFI, société en commandite
LJVH Holdings inc.
Metro inc.
Société de gestion d'actifs forestiers Solifor, société en commandite ⁵
Société en commandite immobilière SOLIM ⁵
Société en commandite immobilière SOLIM II ⁵
SSQ, Société d'assurance-vie inc.
Transat AT. inc.
Transcontinental inc.
Trencap s.e.c.

** Les 9 émetteurs représentant collectivement 16,9 % de l'actif net du Fonds sont :

Gouvernement du Canada	4,3 %
Financement Québec	3,3 %
Province de Québec	2,3 %
Hydro-Québec	2,2 %
Banque Laurentienne du Canada	1,2 %
La Banque de Nouvelle-Écosse	1,0 %
Banque Canadienne Imperiale de Commerce	0,9 %
FRM Diversity II Fund SPC	0,9 %
Q-BLK Strategic Partners, inc.	0,8 %

⁵ Malgré leur poids relativement important dans le portefeuille global du Fonds, ces émetteurs ne constituent pas un risque de concentration élevé étant donné le grand nombre d'entreprises dans lesquelles ceux-ci ont investi.

CONTRIBUTION AU DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE DU QUÉBEC

Fidèle à sa mission, le Fonds a effectué au cours du semestre des investissements qui ont contribué à créer, à maintenir ou à sauvegarder des emplois de qualité dans différents secteurs de l'économie du Québec. Dans le contexte économique actuel, encore marqué par de l'incertitude, le Fonds continue à jouer un rôle actif dans le développement et la croissance des entreprises québécoises. Ainsi, au cours du semestre le Fonds a investi 299 millions \$ afin d'appuyer les entrepreneurs québécois dans leurs projets de développement.

Par exemple, un investissement de 38,5 millions \$ a été effectué dans GLV, un fournisseur international de solutions technologiques destinées au traitement, au recyclage et à la purification des eaux ainsi qu'à la production de pâtes et papiers ; cet investissement du Fonds a aidé GLV à réaliser l'importante acquisition de la société autrichienne Christ Water Technology AG. Par ailleurs, le 1^{er} décembre, le Fonds a annoncé un investissement de 50 millions \$ dans la transaction qui inclut le Club de hockey Canadien de Montréal, le Centre Bell et le Groupe Spectacle Gillett, lequel a permis de ramener au Québec la propriété du Club.

Parmi les autres investissements réalisés au cours du semestre, soulignons notamment l'investissement de 15 millions \$ dans la société Groupe Smardt Refroidisseurs, un manufacturier de systèmes de climatisation présent sur plusieurs marchés mondiaux, qui permettra à celle-ci d'optimiser son réseau de distribution, d'acquérir de nouveaux équipements et de moderniser son usine de Dorval. Afin de permettre à Groupe Bermex d'acquérir une participation majoritaire dans Shermag, 6 millions \$ ont été investis dans cette entreprise, l'un des plus grands fabricants de meubles résidentiels haut de gamme au Québec.

PERSPECTIVES

Perspectives économiques et financières

Les marchés boursiers et financiers se sont partiellement remis de leur état de crise depuis les pires mois, au printemps dernier. Il est pertinent de se demander si cette reprise annonce un avenir meilleur ou s'il s'agit d'un répit temporaire. Les banques américaines reprennent peu à peu le dessus ; cependant, elles demeurent fragiles, et ce, malgré l'aide gouvernementale massive toujours présente.

Quant aux consommateurs américains, les sondages indiquent qu'ils demeurent pessimistes. Le taux de chômage qui grimpe et le spectre de hausses de taxes n'encouragent certainement pas la consommation. Malgré tout, les entreprises américaines tirent bien leur épingle du jeu, et l'amélioration des conditions d'affaires a été stimulée par le rebond des profits. Toutefois, la pierre d'achoppement réside dans le fait que ces résultats proviennent essentiellement de coupures de coûts, et non d'une croissance des ventes.

Toujours aux États-Unis, le secteur immobilier a connu une certaine stabilisation, et même une légère amélioration en ce qui concerne les prix des maisons ; là encore, l'aide gouvernementale y a été pour beaucoup. Il ne faut surtout pas oublier que l'accès au crédit demeure encore difficile, en supposant que les consommateurs veuillent augmenter davantage leur ratio de dette.

Au Canada, plusieurs conditions sont réunies pour permettre une sortie de crise, mais elles ne sont pas suffisantes sans une impulsion venant des États-Unis. L'avenir du Canada est plutôt dirigé vers l'Asie, car s'il est une variable qui peut influencer le dollar canadien, c'est bien la relation future du pays avec les grands importateurs de matières premières de ce continent. Nous prévoyons que le dollar canadien variera dans une fourchette allant de 0,90 \$ US à la parité avec le dollar américain.

Les taux d'intérêt à court terme sont très proches de zéro, et les taux d'intérêt à long terme doivent baisser pour soutenir l'économie. La Banque du Canada devrait poursuivre une politique monétaire expansionniste et garder le taux directeur à un bas niveau jusqu'à la mi-2010.

Perspectives pour le Fonds

Pour le Fonds, les perspectives n'ont connu aucun changement significatif depuis la publication du plus récent rapport de gestion annuel.

GESTION DES RISQUES

De saines pratiques en matière de gestion des risques sont essentielles à la réussite du Fonds. Notre gestion du risque se fait à l'intérieur d'un cadre qui tient compte de la nature de nos activités ainsi que des risques qu'il est raisonnable d'assumer en tenant compte du rapport risque-rendement souhaité et des attentes de nos actionnaires. À cette fin, nous tablons sur une démarche structurée afin de déterminer, de mesurer et de contrôler les risques importants avec lesquels nous devons composer.

Note aux lecteurs : Les deux paragraphes suivants ainsi que les sections portant sur le risque de marché, le risque de crédit et de contrepartie et le risque de liquidité font partie intégrante des états financiers sur lesquels un rapport des vérificateurs sans restriction a été émis le 21 décembre 2009.

Le Fonds gère l'ensemble de ses instruments financiers de façon intégrée et globale selon des normes établies par la *Politique de gestion globale des actifs financiers* adoptée par le conseil d'administration. Cette politique vise les investissements en capital de développement et les autres investissements ; elle fixe les objectifs, les balises et plusieurs limites qui permettent à la direction du Fonds de s'assurer que le profil risque-rendement visé est respecté sur une base opérationnelle. Il y est spécifié qu'à aucun moment l'utilisation d'instruments financiers dérivés ne pourra servir à des fins spéculatives.

Au cours du semestre, l'approche de gestion des risques n'a pas subi de changements importants. Toutefois, dans une démarche d'amélioration continue, certaines pratiques de gestion des risques ont été bonifiées.

Dans la poursuite de ses activités, le Fonds s'expose à différents risques, dont les principaux sont présentés ci-après.

Risque de marché

Le risque de marché, inhérent à la participation du Fonds aux marchés financiers, correspond au risque que les fluctuations des taux d'intérêt, des taux de change et des cours des instruments financiers cotés entraînent des pertes. De façon plus précise, ce risque varie en fonction de la conjoncture des marchés financiers et de certains paramètres des marchés, comme la volatilité, qui peuvent causer des fluctuations à la baisse de la valeur des actifs financiers et ainsi avoir une incidence négative sur le bilan et les résultats du Fonds. Une conjoncture économique difficile peut donc avoir un impact défavorable sur la valeur de l'action du Fonds.

Les actifs financiers du Fonds sont surtout sensibles au cours des actions cotées et à une variation des taux d'intérêt du marché obligataire (taux des obligations du Canada et écarts de crédit). Puisque la plupart des transactions du Fonds sont effectuées en dollar canadien, son exposition directe au risque de change est relativement faible. Par ailleurs, des mécanismes de protection, comme des contrats à terme sur devises, sont généralement utilisés pour les autres investissements en devises.

Le Fonds gère le risque de marché en répartissant ses actifs financiers en plusieurs catégories. Il s'engage également dans une diversité de secteurs d'activité économique (gouvernements et organismes gouvernementaux, institutions financières, investissements technologiques, secteur manufacturier et primaire, services et tourisme, fonds régional ou local et immobilier) et géographique, dans la mesure permise par sa loi constitutive.

Des analyses de sensibilité et des simulations sont utilisées et permettent à la haute direction d'être informée des niveaux importants d'exposition au risque de marché. Grâce à des instruments financiers dérivés, le Fonds peut réduire son exposition au risque de marché et préserver la valeur de ses actifs.

L'évaluation des instruments financiers non cotés du portefeuille d'investissements en capital de développement repose sur l'utilisation de techniques d'évaluation approuvées et reconnues. Celles-ci s'appuient sur un ensemble d'hypothèses qui tiennent compte des conditions de marché, telles que le taux de change, la croissance économique, les écarts de crédit, etc., à la date d'évaluation. Puisque les hypothèses utilisées ont un degré important d'interaction entre elles, une analyse de sensibilité isolant l'effet d'une seule de ces variables sur le portefeuille de titres privés n'est pas considérée comme une représentation fidèle de la sensibilité des résultats.

Sensibilité des résultats du Fonds au risque de marché

(en millions de dollars)

	30 novembre 2009	31 mai 2009
Variation des taux d'intérêt du marché obligataire*		
Augmentation de 1 % des taux d'intérêt du marché obligataire	(107)	(99)
Diminution de 1 % des taux d'intérêt du marché obligataire	107	99
Variation du cours des actions cotées**		
Augmentation de 10 % du cours des actions cotées	195	172
Diminution de 10 % du cours des actions cotées	(195)	(172)

* Cette analyse est effectuée sur les obligations détenues par le Fonds présentées aux états financiers sous Autres investissements. L'impact sur les résultats de cette analyse tient compte de l'utilisation d'instruments financiers dérivés, dans certains cas.

** Cette analyse est effectuée sur les actions cotées détenues par le Fonds présentées aux états financiers sous Investissements en capital de développement et Autres investissements. L'impact sur les résultats de cette analyse tient compte, dans certains cas, de l'utilisation d'instruments financiers dérivés.

Risque de crédit et de contrepartie

Le Fonds est exposé au risque de crédit en raison, principalement, de ses activités d'investissements dans le domaine du capital de développement lié à sa mission. À cet effet, les investissements ne sont généralement pas garantis. En ce qui concerne les activités touchant les autres investissements, ce risque est moindre, car les contreparties concernées présentent une solidité financière généralement supérieure (gouvernements, banques, etc.).

Le risque de crédit est lié à l'éventualité de subir une perte de valeur dans le cas où une entreprise partenaire (instruments financiers présentés sous Investissements en capital de développement), un émetteur ou une contrepartie (instruments financiers présentés sous Autres investissements) à une transaction n'honorerait pas ses engagements contractuels ou verrait sa situation financière se dégrader. Le Fonds gère ce risque par divers moyens, notamment un processus de vérification diligente qui veille à ce que le niveau du risque de crédit soit acceptable. Toujours dans une démarche d'amélioration continue visant la gestion de ses risques, le Fonds a bonifié, au cours du semestre, certaines de ses pratiques en regard de ce processus.

Le Fonds assure une saine diversification de ses actifs grâce à la *Politique de gestion globale des actifs financiers*. Cette politique permet ainsi une gestion du risque de concentration lié à l'exposition à un émetteur ou à un groupe d'émetteurs présentant des caractéristiques communes (secteurs d'activité, cotes de crédit, etc.).

Exposition au risque de crédit et de contrepartie

(juste valeur en pourcentage de l'actif net)

	30 novembre 2009	31 mai 2009
Poids des cinq plus importantes participations (Investissements en capital de développement)	15,3	14,6
Poids des cinq plus importants émetteurs ou contreparties (Autres investissements)	13,3*	12,6*

* La part attribuable aux titres émis ou garantis par les gouvernements du Québec et du Canada représentait 12,1 % au 30 novembre 2009 (11,5 % au 31 mai 2009).

L'aperçu du portefeuille présenté précédemment fournit également des informations pertinentes quant à l'appréciation du niveau de concentration du risque de crédit et de contrepartie.

Des cibles par secteur de l'économie, en lien avec la structure interne du Fonds, sont approuvées sur une base annuelle pour le portefeuille d'investissements en capital de développement. La détermination de ces cibles sectorielles se fait dans le cadre d'une gestion par enveloppe de risque. À partir d'un risque optimal défini pour l'ensemble de ce portefeuille, la gestion par enveloppe de risque permet un suivi et un contrôle plus efficaces du profil et de la répartition sectorielle du portefeuille par niveau de risque. De cette façon, l'adéquation risque-rendement de ce portefeuille se fait grâce à une répartition sectorielle des enveloppes de risque qui tient compte du niveau de risque plus élevé de nos investissements dans certains secteurs.

De façon régulière, nous réévaluons l'état des dossiers afin de justifier leur classement dans l'une des catégories suivantes : conformes aux critères internes, sous surveillance ou en situation de redressement. Afin de faire face aux situations plus difficiles, un comité interne suit très étroitement les dossiers qui présentent des risques de crédit accrus.

Classement du portefeuille d'investissements en capital de développement

(juste valeur en millions de dollars)

	30 novembre 2009	31 mai 2009
Conformes aux critères internes	3 558	3 109
Sous surveillance	198	213
Situation de redressement	29	31
	3 785	3 353

Dans le cas du portefeuille des autres investissements, la cote de crédit des émetteurs et des contreparties ainsi que des limites d'exposition par emprunteur ou contrepartie permettent une diversification prudente de nos actifs. Ces critères sont établis en fonction des risques propres à chaque catégorie d'actifs, et nous prémunissent contre les risques qu'un défaut de paiement influe de manière importante sur nos résultats. Au 30 novembre 2009 et au 31 mai 2009, la cote de crédit moyenne pondérée des obligations est A. Ce résultat est conforme aux exigences de la *Politique de gestion globale des actifs financiers*.

Juste valeur des obligations du portefeuille des autres investissements selon la notation Standard and Poor's

(en millions de dollars)

	30 novembre 2009	31 mai 2009
AAA	369	294
AA	272	243
A	969	886
BBB	176	206
Autres	8	9
	1 794	1 638

Risque de liquidité

Le Fonds doit faire quotidiennement des sorties d'argent. Il y a sortie d'argent quand le Fonds rachète des actions de catégorie A détenues par des actionnaires, quand il débourse les sommes investies dans des entreprises partenaires, quand il remet des montants sous gestion ou quand il paie des charges d'exploitation. Le Fonds doit être en mesure d'obtenir les espèces nécessaires pour satisfaire à ses engagements, et le risque de liquidité est donc lié à la possibilité de subir une perte s'il n'est pas en mesure de les respecter. Dans certains cas, des titres achetés sur le marché peuvent faire l'objet de restrictions relativement à leur vente, ce qui peut diminuer d'autant la liquidité de ces actifs.

La loi constitutive du Fonds fait en sorte qu'une partie des actifs financiers peut être investie dans des titres négociables de marchés organisés, tels les marchés boursiers et obligataires, offrant ainsi la possibilité d'obtenir facilement des liquidités. Par ailleurs, le Fonds dispose de marges de crédit bancaires lui accordant un accès supplémentaire à des sources de liquidités.

Au 30 novembre 2009, le ratio d'actifs financiers liquides⁶ en pourcentage des actifs sous gestion était de 50,6 % (51,2 % au 31 mai 2009), ce qui démontre, de l'avis de la direction, que le Fonds dispose des liquidités nécessaires pour faire face à toutes ses obligations et à tous ses engagements.

Risque opérationnel

Le risque opérationnel est inhérent à toutes les activités du Fonds : c'est le risque de subir des pertes en raison de l'inadéquation ou de l'échec de certains processus ou systèmes mis en place, de facteurs humains ou d'événements externes. Ce risque comprend également le risque juridique. Depuis la publication du plus récent rapport de gestion annuel, il n'y a eu aucun changement significatif en ce concerne le niveau et la gestion du risque opérationnel.

Autres risques

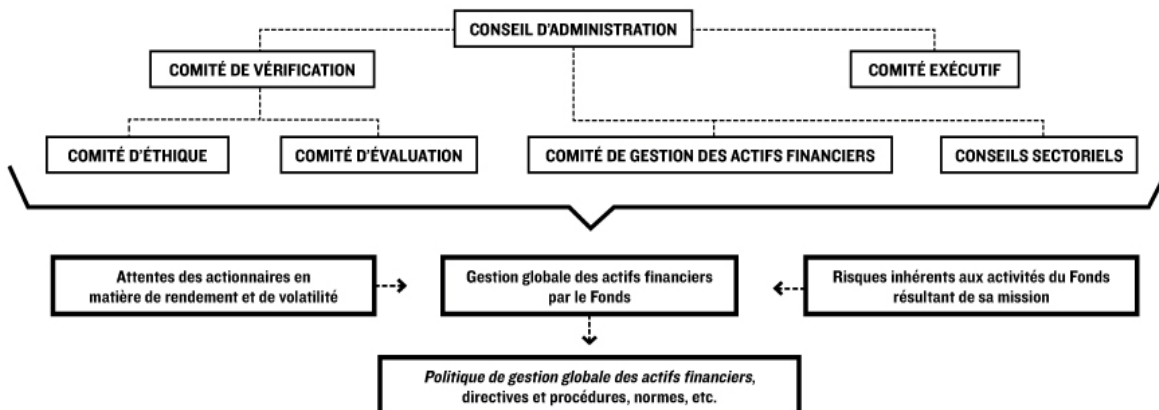
Le Fonds est également soumis à d'autres risques, tels le risque stratégique et le risque de réputation, qui peuvent aussi entraîner des incidences financières défavorables. Depuis la publication du plus récent rapport de gestion annuel, il n'y a eu aucun changement significatif en ce qui concerne le niveau et la gestion de ces risques.

⁶ Les actifs financiers liquides sont les titres à revenu fixe (encaisse, obligations et titres du marché monétaire) ainsi que les actions cotées du portefeuille des autres investissements et certaines actions cotées du portefeuille d'investissements en capital de développement.

GOUVERNANCE

Gouvernance des risques

La gestion générale des opérations du Fonds est assurée par un comité de direction, composé du président-directeur général et de hauts dirigeants. La gouvernance des risques étant une composante essentielle de la gestion globale des actifs financiers, le Fonds s'est muni d'un cadre de gestion visant à assurer que l'application des stratégies de gestion et de contrôle des risques ainsi que les décisions opérationnelles qui en découlent tiennent compte du niveau du risque acceptable établi. Ce cadre de gestion se présente comme suit :



La structure de gouvernance, sur le plan des risques, comprend un ensemble de politiques approuvées par le conseil d'administration. Les politiques, normes, directives et procédures sont régulièrement réévaluées afin qu'elles donnent lieu aux meilleures pratiques qui soient.

Les rôles et les responsabilités du conseil d'administration ainsi que ceux des différents comités n'ont connu aucun changement significatif depuis la publication du plus récent rapport de gestion annuel.

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LES CONTRÔLES INTERNES

Au cours du semestre, le Fonds a poursuivi ses travaux liés au programme-cadre de conformité financière, communément nommé *Confor*. Bien qu'il ne soit pas assujéti à l'application du règlement 52-109 des autorités canadiennes en valeurs mobilières, le Fonds a choisi de s'inspirer des principes édictés dans ce règlement, exprimant ainsi sa volonté de respecter les meilleures pratiques en matière de gouvernance financière. Ce cadre vise les contrôles fournissant une assurance raisonnable que l'information financière produite et communiquée est fiable et que les états financiers ont été établis conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada.

La direction a pour responsabilité de concevoir et de maintenir un contrôle interne à l'égard de l'information financière et des contrôles et procédures de communication de l'information. Elle doit également en évaluer périodiquement la conception et l'efficacité. L'évaluation de la conception du contrôle interne à l'égard de l'information financière a été réalisée à l'aide du cadre de référence COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Commission Treadway*), un cadre reconnu en matière de gouvernance financière.

Au cours du semestre, aucun changement aux contrôles internes à l'égard de l'information financière n'a été apporté qui aurait eu, ou qui serait raisonnablement susceptible d'avoir, une incidence importante sur ceux-ci.