

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

NEWCASTLE

Newcastle Market-Neutral Trust
Rapport annuel
31 décembre 2001

NORTHWATER

Appelé Northwater Market-Neutral
Trust depuis le 1^{er} février 2002.





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller aux porteurs de parts	2
Analyse par la direction	4
Responsabilité de la direction	11
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	13
Northwater Capital Management Inc.	27

Message du conseiller aux porteurs de parts

Le Newcastle Market-Neutral Trust (le " Fonds ") est un fonds de placement à capital fixe comportant un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture peu sensibles au marché. Ses parts sont négociées à la Bourse de Toronto. Au 31 décembre 2001, la valeur liquidative par part du Fonds s'établissait à 18,59 \$. Au quatrième trimestre, cette valeur a diminué de 1,54 %. Compte tenu d'une distribution par part de 2,17 \$, cette hausse a atteint 10,58 % pour l'exercice.

L'exercice écoulé a été marqué par des événements qui ont ébranlé les marchés financiers. Au nombre de ceux-ci, il faut noter les événements du 11 septembre, la faillite d'Enron, la crise financière argentine, la crise de l'énergie en Californie et la décision inattendue du gouvernement des États-Unis de ne plus émettre d'obligations de référence de 30 ans. En plus des baisses de 10 % et plus des marchés boursiers canadiens et américains, les banques centrales ont continué d'opérer des réductions importantes des taux d'intérêt. La Réserve fédérale des États-Unis a réduit les taux à 11 occasions en 2001, la baisse totale s'établissant à 4,75 %. Northwater a été particulièrement satisfaite de la façon dont le portefeuille a résisté à ces chocs, et elle est d'avis que cette résistance met en évidence les avantages des placements dans des titres peu-sensibles au marché.

Le nombre des sociétés qui ont demandé la protection de la loi sur les faillites a continué de grimper en 2001, et un record a presque été battu à ce chapitre avec les faillites de sociétés de renom comme Enron, K-Mart, Global Crossing et McLeod USA. Le très grand nombre de sociétés en difficulté dans des secteurs très variés a créé des occasions des plus intéressantes pour les gestionnaires spécialisés dans les placements dans des titres en difficulté. Par contre, le ralentissement actuel de l'économie s'est traduit par une diminution impressionnante des fusions et acquisitions, les sociétés s'efforçant de réduire leurs coûts et hésitant à utiliser leur titres " sous-évalués " pour réaliser des acquisitions.

Northwater a continué de modifier la composition du portefeuille du Fonds de façon à tirer parti des changements du climat financier. Au cours de l'exercice, 16 nouveaux fonds ont été ajoutés au portefeuille dans le but d'obtenir des résultats constants, quelle que soit la situation globale du marché. L'accent continue d'être mis sur la constitution d'un portefeuille qui soit aussi solide et aussi diversifié que possible.

En 2001, Northwater a augmenté la pondération du portefeuille en titres en difficulté et en titres peu sensibles au marché. Le marché des titres en difficulté s'est grandement amélioré au cours des 18 derniers mois, tandis que les défauts de paiement au titre d'obligations de société atteignaient de nouveaux sommets mois après mois. Northwater a repéré plusieurs gestionnaires qui se démarquaient par l'originalité de leurs placements dans ce domaine. Ainsi, la plus grande partie des placements des gestionnaires de Northwater sont effectués dans des emprunts bancaires garantis de premier rang de sociétés en difficulté, lorsque les probabilités d'importants remboursements en espèces sont élevées.

Northwater a également accru la pondération du portefeuille dans des titres peu sensibles au marché mettant des fonds à la disposition des gestionnaires qui exploitent les lacunes des marchés mondiaux des options. Conscients du manque d'informations sur les prix dans les marchés autres que ceux des États-Unis, ces gestionnaires sont en mesure d'acheter et de vendre des options dont le prix est mal évalué, tout en limitant leur risque de marché en effectuant des opérations sur les titres sous-jacent.

Dans le domaine de l'arbitrage sur des titres de sociétés visées par une fusion, des gains importants ont été réalisés pendant le marché haussier des années 90, tandis que les sociétés utilisaient leurs actions au cours ascendant pour acheter leurs concurrents ou leurs fournisseurs de services. En raison de la chute marquée et soutenue des marchés boursiers, les sociétés sont peu disposées à utiliser leurs titres " sous-évalués " pour procéder à des acquisitions. Dans un contexte d'opérations moins nombreuses et d'écarts moins important, un certain nombre d'opérations prestigieuses sont tombées à l'eau en 2001, la plus connue étant l'acquisition de Honeywell par General Electric. La Commission européenne s'est opposée à cette acquisition qui avait pourtant été approuvée par les organismes de réglementation américains. Compte tenu de la baisse du nombre d'occasions intéressantes dans le domaine de l'arbitrage sur des titres de sociétés visées par une fusion, Northwater a continué de réduire sa pondération dans ce domaine. Ce fut une décision judicieuse, ce secteur étant celui qui a affiché les résultats les plus décevants du Fonds en 2001.

Northwater continue de mettre l'accent sur l'amélioration du portefeuille. Pour ce faire, elle a renforcé son équipe de gestionnaires et mis l'accent sur des stratégies de placement dans des titres peu sensibles au marché qui, en dépit d'une conjoncture économique difficile, peuvent fournir de bons rendements ajustés en fonction du risque. Northwater remplace les gestionnaires en poste par d'autres gestionnaires qui sont mieux couverts ou qui semblent plus susceptibles d'accroître la valeur grâce à une stratégie de placement originale.

Pour Northwater, une stratégie de placement peu sensible au marché est essentielle à tout portefeuille qui se veut réellement diversifié. Le portefeuille bien structuré de fonds de couverture peu sensibles au marché du Fonds fournit l'un des meilleurs rendements ajustés en fonction du risque sur le marché.

Le président du conseil et
directeur général,



DAVID G. PATTERSON

L'administrateur délégué,



GEORGE I. MAIN, CFA

Le 19 février 2002

ANALYSE PAR LA DIRECTION

Objectifs de placement

Les objectifs de placement du Fonds sont les suivants :

1. une distribution de 0,40 \$ par part par trimestre (soit 1,60 \$ par année);
2. une croissance constante de la valeur liquidative;
3. un rendement essentiellement non tributaire des marchés des actions et des valeurs à revenu fixe;
4. une faible volatilité, c'est-à-dire inférieure à la volatilité d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure à la moitié de la volatilité des principaux marchés boursiers nord-américains.

Stratégie de placement

Le Fonds comprend des fonds de couverture peu sensibles au marché, affichant d'excellentes perspectives de rendement, et dont les résultats passés ont une faible corrélation avec l'évolution des principaux marchés des titres de participation et des titres d'emprunt. En établissant la composition du portefeuille constitué de fonds de couverture, le conseiller opte pour des stratégies qui ont également une faible corrélation entre elles, mesure qui accroît la diversification et diminue la volatilité prévue.

Le Fonds recourt au financement par emprunt pour accroître le rendement des placements. Le Fonds est autorisé à emprunter des fonds en vue de placements jusqu'à concurrence de 25 % de la valeur de l'actif net. De plus, il peut emprunter au plus 10 % de la valeur de son actif net afin d'effectuer des achats et des rachats, de maintenir des liquidités pour faire des distributions en espèces et de régler des opérations de couverture des devises. L'effet de levier au 31 décembre 2001 s'établissait à 25,58 % (26,55 % en 2000). La diminution de l'effet de levier traduit une réduction des emprunts temporaires contractés pour régler des opérations de couverture de change conclues.

Activités de placement

Au cours de l'exercice, dans le cadre de ses activités normales de placement, et en vue de diversifier l'ensemble du portefeuille et de réduire les risques y afférents, le Fonds a effectué des placements auprès de seize nouveaux gestionnaires de fonds de couverture (seize en 2000) et demandé le rachat de titres à dix autres gestionnaires de fonds de couverture (six en 2000).

Au 31 décembre 2001, le Fonds était constitué de 44 fonds de couverture (38 en 2000) et comptait 35 gestionnaires (33 en 2000) appliquant sept stratégies de placement peu sensibles au marché ou de couverture, toutes uniques. La vaste gamme de placements dans des fonds de couverture assure une grande diversification, grâce à laquelle le Fonds s'efforce d'atteindre ses objectifs de rendement par rapport au risque et d'insensibilité aux marchés.

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Placements dans des fonds de couverture

Stratégie	Au 31 décembre 2001			Au 31 décembre 2000		
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur		Nombre de fonds de couverture	Juste valeur	
Arbitrage sur titres convertibles	11	33 646 124 \$	27 %	10	34 465 395 \$	28 %
Titres en difficulté	4	8 068 872	6 %	2	5 036 654	4 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5	13 155 070	11 %	4	10 299 280	8 %
Montage de prêts	3	8 941 899	7 %	3	10 452 290	9 %
Actions peu sensibles au marché	8	22 662 624	18 %	5	20 107 002	16 %
Arbitrage sur titres hypothécaires	2	6 505 284	5 %	2	7 657 590	6 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	11	31 934 015	26 %	12	36 055 565	29 %
	44	124 913 888	100 %	38	124 073 776	100 %
Montant du règlement au titre des contrats à terme de devises		(81 939)			115 620	
		124 831 949 \$			124 189 396 \$	

Examen des résultats financiers

Rendement

En 2001, le rendement du Fonds a poursuivi sa progression dynamique entamée en 2000, pour atteindre 10,58 % (15,12 % en 2000) pour l'exercice, compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Les sept stratégies du Fonds ont toutes contribué considérablement à accroître le rendement global. En particulier, les stratégies relatives aux titres adossés à des prêts hypothécaires, aux actions peu sensibles au marché et aux montages financiers ont été des éléments déterminants du succès du Fonds en 2001. L'excellent rendement du Fonds, malgré la volatilité observée sur les marchés des titres de participation et des obligations, témoigne du peu de sensibilité au marché du portefeuille constitué de fonds de couverture.

Compte tenu de la faiblesse des cours sur le marché, le Fonds a été en mesure de tirer profit du programme de rachat et d'annulation d'actions au cours de l'exercice afin d'offrir un rendement additionnel aux porteurs de parts. Ce programme a permis d'accroître de 0,46 % (2,29 % en 2000) le rendement sur l'exercice.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur liquidative par part du Fonds est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2001, la valeur liquidative par part du Fonds a varié entre 18,55 \$ et 19,71 \$ (18,81 \$ et 19,76 \$ en 2000), compte tenu des distributions. La faible fluctuation de la valeur liquidative en 2001 s'explique par le paiement des distributions sur le résultat de la croissance du Fonds durant tout l'exercice.

Comme dans les exercices passés, les parts du Fonds ont néanmoins été échangées à un prix faible. Le cours des parts a fluctué entre 15,85 \$ et 18,75 \$ (14,00 \$ et 16,05 \$ en 2000) au cours de l'exercice.

Distributions

Le Fonds est tenu de verser aux porteurs de parts une distribution de 0,40 \$ par part par trimestre. Le montant des distributions est calculé selon la valeur liquidative par part pour le mois précédant la fin d'un trimestre. De plus, aux termes de la convention de fiducie, des distributions peuvent être versées tant que la valeur liquidative par part du Fonds à ce moment est supérieure à la valeur liquidative initiale par part, soit 18,79 \$. Durant l'exercice, le Fonds a versé, au cours de trois des quatre trimestres, des distributions totalisant 2,17 \$ par part (pour un montant global de 12 475 419 \$), comparativement à quatre distributions en 2000 de 2,89 \$ par part (pour un montant global de

17 757 559 \$). En 2001, la distribution comprenait un versement de 0,97 \$ par part (1,29 \$ par part en 2000) au titre des distributions arriérées. À la fin de l'exercice, les distributions arriérées s'élevaient à 0,48 \$ par part, pour un montant global de 2 731 036 \$ (1,05 \$ par part et un montant global de 6 204 617 \$ en 2000). Le reste des distributions arriérées sera versé aux épargnants trimestriellement à mesure que les distributions seront gagnées. Les intérêts de Northwater continuent d'être conformes à ceux des épargnants : aussi longtemps qu'il y aura des distributions dues aux épargnants, les frais de gestion ne seront pas payés à Northwater ou pris en compte dans la valeur liquidative du Fonds. Lorsque toutes les distributions arriérées auront été versées, les frais de gestion ne seront constatés et payés que si la constatation ou le paiement n'empêche pas le versement des distributions courantes aux porteurs de parts. Au 31 décembre 2001, les frais de gestion arriérés qui n'avaient pas été comptabilisés totalisaient 7 051 825 \$ (5 685 322 \$ en 2000).

Historique des distributions

Date de clôture des registres	Date de paiement des distributions	Nature de la distribution à l'égard de l'impôt	Montant par part
31 mars 1998	22 avril 1998	Remise de capital	0,32 \$
30 juin 1998	21 juillet 1998	Remise de capital	0,37 \$
31 décembre 1999	31 janvier 2000	Remise de capital	0,57 \$
31 mars 2000	14 avril 2000	Remise de capital	0,97 \$
30 juin 2000	14 juillet 2000	Remise de capital	0,88 \$
29 septembre 2000	13 octobre 2000	Remise de capital	0,73 \$
29 décembre 2000	12 janvier 2001	Remise de capital	0,31 \$
30 mars 2001	17 avril 2001	Remise de capital	0,92 \$
29 juin 2001	17 juillet 2001	Remise de capital	0,84 \$
28 septembre 2001	19 octobre 2001	Remise de capital	0,41 \$

Revenu net de placement

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2001, le revenu net découlant des activités du Fonds s'est établi à 10 841 484 \$ (14 955 071 \$ en 2000). Tout comme en 2000 et en conformité avec les objectifs du Fonds, les facteurs clés ayant favorisé la production du revenu ont été les gains matérialisés et non matérialisés sur les placements dans des fonds de couverture.

L'analyse de l'incidence des charges pour les exercices terminés les 31 décembre 2001 et 2000 est exposée dans le tableau ci-dessous :

Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré	2001	2000
Déduction faite des intérêts et des commissions d'engagement sur les emprunts	0,19 %	0,19 %
Compte tenu des intérêts et des commissions d'engagement sur les emprunts	1,50 %	2,03 %
Si les frais de gestion étaient payables dans l'exercice	2,75 %	3,28 %

Couverture des devises


Le Fonds utilise des produits dérivés pour couvrir le risque de change liés aux placements libellés en dollars américains. Une partie du passif du Fonds, libellé en dollars américains, constitue une couverture naturelle de l'actif libellé en dollars américains.

L'incidence du change pour les exercices terminés les 31 décembre 2001 et 2000, compte tenu des activités de couverture du Fonds, est résumée dans le tableau qui suit.

	2001	2000
Opérations de change sur les placements dans des fonds de couverture libellés en dollars US :		
Gain net matérialisé	1 984 261 \$	5 592 867 \$
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée	5 700 516	(477 630)
Couverture contre le risque de change des placements libellés en dollars US	(6 555 735)	(5 096 905)
Gain (perte) de change découlant de la couverture naturelle	(974 182)	(787 699)
Gain ou perte nets de change	154 860 \$	(769 367) \$

Achat pour annulation

Aux termes de la convention de fiducie, le Fonds est tenu d'acheter au plus 2 % des parts en circulation par trimestre si le prix de négociation des parts sur le marché est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux, à la date d'évaluation précédente. En



outre, le Fonds peut acheter des parts chaque fois qu'elles sont vendues à un prix inférieur à la valeur liquidative.

En décembre 2001, le Fonds a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, le Fonds a indiqué qu'il avait l'intention d'acheter jusqu'à concurrence de 563 436 parts, soit 10 % de ses parts alors en circulation dans le public. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, le Fonds ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées aux termes de l'offre sont annulées.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2001, le Fonds a acheté pour annulation 219 500 parts (518 600 parts en 2000) dans le cadre de ces programmes pour une contrepartie totale de 3 732 907 \$ (7 982 175 \$ en 2000). Comme la valeur liquidative des parts annulées atteignait 4 241 738 \$ (10 016 104 \$ en 2000), l'achat s'est traduit par un gain de 508 831 \$ (2 033 929 \$ en 2000) pour le Fonds. Ce gain représente un apport de 0,46 % (2,29 % en 2000) au rendement global.

Régime de réinvestissement des distributions

Le Fonds offre aux épargnants l'occasion d'adhérer à un régime de réinvestissement des distributions (" le régime "). Les épargnants peuvent ainsi acquérir des parts additionnelles du Fonds grâce au réinvestissement de leurs distributions en espèces. Les achats sont effectués sur le marché si les parts du Fonds se négocient à un prix inférieur à la valeur liquidative. Si les parts du Fonds se négocient à un prix supérieur à la valeur liquidative, de nouvelles parts seront émises à un prix correspondant au plus élevé de la valeur liquidative et de 95 % de la moyenne pondérée du cours des parts pour la période de cinq jours précédant la déclaration de la distribution. Les achats effectués en vertu de ce régime en 2001 ont totalisé 23 916 parts (46 718 parts en 2000).

Le régime permet de participer à la croissance du Fonds. Les participants n'ont aucuns frais à payer pour adhérer au régime.

Si vous êtes un porteur de parts inscrit et que vous aimeriez participer au régime, veuillez remplir un formulaire d'adhésion et le faire parvenir au mandataire du régime, Compagnie Trust CIBC Mellon, C. P. 7010, Succursale postale de la rue Adelaide, Toronto (Ontario) M5C 2W9, ou composer le 1-800-387-0825. Vous pouvez vous procurer un formulaire d'adhésion auprès de votre courtier.

Si vous détenez des parts dans un compte auprès d'un courtier ou d'une institution financière, vous pouvez leur donner des directives pour que vos parts soient inscrites au régime.



Changement des dénominations

Au cours de l'exercice, le gérant du Fonds, Newcastle Fund Management Inc., a changé de dénomination sociale et est devenu Northwater Fund Management Inc.

Le conseiller du Fonds, Northwater Capital Management Inc., a été formée au cours de l'exercice par suite de la fusion de Newcastle Capital Management Inc. et de NewQuant Capital Inc.

Depuis le 1^{er} février 2002, la nouvelle dénomination sociale du Fonds est Northwater Market-Neutral Trust.

Responsabilité de la direction

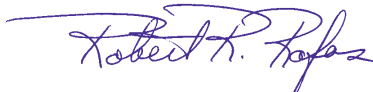
Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc., le gérant du Fonds (le «gérant») et approuvés par le conseil d'administration du gérant. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport annuel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

Le gérant prend les moyens requis pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité des renseignements financiers. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus au Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et sur le jugement. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour le Fonds sont décrites dans la note 3 afférente aux états financiers.

PricewaterhouseCoopers s.r.l. sont les vérificateurs externes du Fonds. Ils ont vérifié les états financiers conformément aux normes de vérification généralement reconnues au Canada afin d'être en mesure d'exprimer, à l'intention des porteurs de parts, une opinion sur les états financiers. Leur rapport figure à la page 13.

Le président,

La trésorière,



Robert R. Rafos

Benita M. Warmbold, CA

Northwater Fund
Management Inc.

Northwater Fund
Management Inc.



NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

États financiers

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2001

Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts de
Newcastle Market-Neutral Trust

Nous avons vérifié l'état des titres en portefeuille au 31 décembre 2001 et les états de l'actif net de Newcastle Market-Neutral Trust (le "Fonds") aux 31 décembre 2001 et 2000 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des faits saillants de nature financière pour les exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction du Fonds. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

Nos vérifications ont été effectuées conformément aux normes de vérification généralement reconnues au Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle des titres en portefeuille au 31 décembre 2001, de la situation financière du Fonds aux 31 décembre 2001 et 2000, ainsi que des résultats de ses activités pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus au Canada.

PricewaterhouseCoopers LLP

Comptables agréés

Le 27 février 2002

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Actif net

Aux 31 décembre 2001 et 2000

	2001	2000
Actif		
Encaisse et billets à court terme - à valeur marchande	3 424 244 \$	6 352 648 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 5) (coût : 95 889 455 \$ en 2001; 98 587 432 \$ en 2000)	124 831 949	124 189 396
Rachats de fonds de couverture	4 651 189	12 186 517
	132 907 382	142 728 561
Passif		
Honoraires et droits de garde	45 771	55 947
Intérêts et commissions d'engagement	32 883	189 375
Distributions	-	1 831 839
Emprunt bancaire (note 8)	27 055 187	29 511 017
	27 133 841	31 588 178
Actif net et capitaux propres	105 773 541 \$	111 140 383 \$
Nombre de parts en circulation (note 6)	5 689 659	5 909 159
Valeur liquidative par part	18,59 \$	18,81 \$

Signé au nom de l'administrateur,

The Royal Trust Company

Per: Danny Thompson
Director, Client Service
RBC Global Services, IIS

Per: Chris Lim
Client Service Manager
Global Securities Services

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

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Résultats

Pour les exercices terminés les 31 décembre 2001 et 2000

	2001	2000
Revenu de placement		
Intérêts	191 873 \$	695 243 \$
Dividendes	89 806	117 198
	281 679	812 441
Charges		
Intérêts et commissions d'engagement	1 437 478	2 155 906
Frais de gestion (note 7)	-	-
Honoraires et droits de garde	56 244	63 607
Autres frais	152 907	158 022
	1 646 629	2 377 535
Perte sur placement	(1 364 950)	(1 565 094)
Gain (perte) matérialisé(e) et non matérialisé(e) sur les placements		
Gain (perte) net(te) matérialisé(e) :		
sur les placements dans des fonds de couverture	14 214 000	12 014 876
sur les opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	1 984 261	5 592 867
au titre de la couverture contre le risque de change des placements	(6 555 735)	(5 096 905)
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée :		
des placements dans des fonds de couverture	(2 162 426)	5 274 656
des opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	5 700 516	(477 630)
Gain (perte) net(te) de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture	(974 182)	(787 699)
Gain net sur les placements pour l'exercice	12 206 434	16 520 165
Revenu net d'exploitation pour l'exercice	10 841 484 \$	14 955 071 \$
Revenu net d'exploitation par part pour l'exercice*	1,89 \$	2,45 \$

* Fondé sur le nombre moyen de 5 735 009 parts en circulation pour l'exercice (6 099 284 en 2000).

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

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Évolution de l'actif net

Pour les exercices terminés les 31 décembre 2001 et 2000

	2001	2000
Actif net au début de l'exercice	111 140 383 \$	121 925 046 \$
Revenu net d'exploitation pour l'exercice	10 841 484	14 955 071
Opérations sur les capitaux propres (note 6)		
Valeur liquidative des parts annulées	(4 241 738)	(10 016 104)
Gain à l'annulation de parts	508 831	2 033 929
	(3 732 907)	(7 982 175)
Distributions aux porteurs de parts		
Remise de capital (note 9)	(12 475 419)	(17 757 559)
Actif net à la fin de l'exercice	105 773 541 \$	111 140 383 \$
Distributions par part pour l'exercice*	2,17 \$	2,89 \$

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

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

TITRES EN PORTEFEUILLE

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Titres en portefeuille

Au 31 décembre 2001

	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Juste Valeur	Juste valeur en pourcentage du portefeuille de placement
Placements dans des fonds de couverture					
Arbitrage sur titres convertibles			25 216 346 \$	33 646 124 \$	26,23 %
Titres en difficulté			6 461 385	8 068 872	6,29
Arbitrage sur titres à revenu fixe			11 607 141	13 155 070	10,26
Montage de prêts			5 516 044	8 941 899	6,97
Actions peu sensibles au marché			17 768 959	22 662 624	17,67
Arbitrage sur titres adossés à des prêts hypothécaires			3 949 079	6 505 284	5,07
Arbitrage sur des titres de sociétés visées par une fusion			25 370 501	31 934 015	24,90
			95 889 455	124 913 888	97,39
Montant du règlement au titre des contrats à terme de devises (note 10)			-	(81 939)	(0,06)
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur					
			95 889 455	124 831 949	97,33
Effet de commerce					
Reliant Trust	2 mars 2002	700 000 \$	696 731	697 788	0,54
		700 000	696 731	697 788	
Encaisse					
		-	2 726 456	2 726 456	2,13
Total des placements					
		700 000 \$	99 312 642 \$	128 256 193 \$	100,00 %
Éléments de passif, moins les autres éléments d'actif					
				(22 482 652)	
Actif net et capitaux propres					
				105 773 541 \$	

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

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Faits saillants de nature financière

Pour les exercices terminés les 31 décembre 2001, 2000, 1999, 1998 et 1997

Valeur liquidative par part au début de l'exercice

Revenu (perte) net(te) de placement par part

Gain (perte) net(te) sur les placements

Distributions par part

Remise de capital

Incidence, par rapport au coût d'origine, des opérations portant sur les capitaux propres

Valeur liquidative par part à la fin de l'exercice

Ratios et données supplémentaires

Actif net à la fin de l'exercice

Actif net moyen pondéré

Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré

Rendement annuel

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

2001	2000	1999	1998	1997
18,81 \$	18,97 \$	16,63 \$	19,00 \$	18,79 \$
(0,24)	(0,26)	0,02	0,04	(0,02)
2,13	2,71	2,40	(2,15)	0,23
(2,17)	(2,89)	(0,57)	(0,69)	-
0,06	0,28	0,49	0,43	-
18,59	18,81	18,97	16,63	19,00 \$

105 773 541	111 140 383	121 925 046	123 031 606	166 674 246 \$
109 436 120	117 409 394	123 106 315	147 004 084	165 316 009 \$
1,50 %	2,03 %	1,66 %	1,95 %	0,81 % *
10,58 %	15,12 %	17,50 %	(9,28) %	1,09 %**

* Taux de rendement annualisé pour l'exercice de la date d'établissement du Fonds au 31 décembre 1997.

** Taux de rendement présenté pour l'exercice de la date d'établissement du Fonds au 31 décembre 1997.

NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Pour les exercices terminés les 31 décembre 2001 et 2000

1. Établissement du Fonds

Newcastle Market-Neutral Trust (le " Fonds ") est un fonds de placement à capital fixe établi en vertu des lois de la province de l'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juillet 1997 et modifiée le 17 août 1999. La Compagnie Trust Royal (" Trust Royal ") agit en qualité de fiduciaire. Le Fonds a commencé ses activités le 30 juillet 1997 lorsqu'il a terminé son premier appel public à l'épargne. Les parts du Fonds sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN. Il sera mis fin au Fonds vers le 31 décembre 2007 et l'actif net sera distribué au pro rata entre les porteurs de parts à moins que le Fonds soit prorogé à une date ultérieure et que cette prorogation soit approuvée à la majorité par les 2/3 des voix des porteurs de parts lors d'une assemblée convoquée dans ce but. Le Fonds a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (le " gérant "), auparavant Newcastle Fund Management Inc., en vertu d'une convention de gestion datée du 18 juillet 1997. Northwater Capital Management Inc. (le " conseiller "), qui agit en qualité de conseiller du Fonds, est la société issue de la fusion de Newcastle Capital Management Inc. et de NewQuant Capital Inc. Le conseiller est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories " conseiller en placement " et " gestionnaire de portefeuille ", comme courtier dans la catégorie " courtier sur le marché des valeurs dispensées " en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), et comme un conseiller dans la catégorie " gestionnaire d'opérations sur marchandises " en vertu de la Loi sur les contrats à terme sur marchandises (Ontario). Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec). Il est également enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée Investment Advisers Act of 1940, telle que 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 que modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la " NFA ").

2. Objectifs de placement du Fonds

Les objectifs de placement du Fonds sont de : i) distribuer un montant de 0,40 \$ par part à la fin de chaque trimestre (1,60 \$ par année); ii) accroître régulièrement la valeur liquidative par part; iii) s'assurer que le rendement du Fonds est essentiellement indépendant des marchés de titres à revenu fixe et d'actions; et iv) parvenir à une volatilité faible, qui devrait être inférieure à celle d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure à la moitié de la volatilité des principaux marchés boursiers nord-américains.

3. Résumé des principales conventions comptables

Ces états financiers, préparés selon les principes comptables généralement reconnus au Canada, renferment des estimations et des hypothèses élaborées par le gérant qui touchent les montants déclarés de l'actif et du passif, des produits et des charges pour l'exercice en cause. Il se pourrait que les résultats réels diffèrent de ces estimations. Les principales conventions comptables suivies par le Fonds sont résumées ci-après.

(a) Placements

L'actif du Fonds est investi dans des fonds de couverture peu sensibles au marché et dans des instruments du marché monétaire.

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

L'encaisse et les billets à court terme sont composés des espèces en dépôt dans des comptes portant intérêt du Trust Royal, d'espèces en dépôt auprès de courtiers en opérations à terme et d'effets de commerce dont l'échéance au moment de l'achat est généralement de moins de 90 jours. Encaisse et billets à court terme sont évalués selon le cours acheteur pour ces instruments à la fermeture de la Bourse de Toronto à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

Les placements dans des fonds de couverture peu sensibles au marché sont évalués selon la plus récente valeur de l'actif net présentée par les gestionnaires de portefeuille ou les administrateurs de ces fonds. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme étant le gain ou la perte non matérialisés sur les placements. Le coût moyen est utilisé pour le calcul des gains et des pertes matérialisés et non matérialisés.


(b) 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 l'exercice. Au cours de l'exercice, les opérations effectuées en devises autres que le dollar canadien sont converties aux taux de change en vigueur à la date de chacune des opérations. Les gains et les pertes de change sont constatés dans l'état des résultats à chaque date d'évaluation.

(c) Couverture des devises

Le Fonds conclut des contrats à terme de devises négociés en bourse afin de couvrir la valeur en dollars canadiens des titres en portefeuille et des éléments de passif libellés en devises.

À la conclusion d'un contrat à terme, le Fonds est tenu de remettre à un courtier un " dépôt de garantie ", calculé selon un certain montant par contrat. Des versements ultérieurs correspondant à la marge de variation



sont effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur du contrat. Ces variations quotidiennes sont comptabilisées à titre de gains ou de pertes dans l'état des résultats. Le montant de règlement exigible au titre des contrats à terme correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que le Fonds doit verser ou recevoir à la date d'évaluation.

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

4. État des faits saillants de nature financière

Les données présentées dans l'état des faits saillants de nature financière sont calculées comme il est indiqué ci-après.

La valeur liquidative par part est calculée en divisant la valeur de l'actif net du Fonds par le nombre total de parts en circulation du Fonds, au début ou à la fin de l'exercice.

Le revenu ou la perte nets de placement par part et le gain ou la perte nets sur les placements sont calculés selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice. Les distributions par part aux porteurs de parts sont calculées suivant le nombre réel de parts en circulation à la clôture des registres.

L'actif net moyen pondéré correspond à la valeur moyenne, calculée mensuellement, de l'actif net du Fonds au cours de l'exercice.

Le ratio des charges à l'actif net moyen pondéré du Fonds correspond à l'ensemble des charges du Fonds, y compris les intérêts, les commissions d'engagement et la TPS, exprimé en pourcentage de l'actif net moyen pondéré.

Le rendement annuel est calculé en fonction de la variation de la valeur liquidative par part du Fonds au cours de l'exercice. Les distributions faites par le Fonds sont prises en compte dans ce calcul.

L'incidence, par rapport au coût d'origine, des opérations portant sur les capitaux propres correspond aux écarts dans les valeurs calculées, attribuables à l'utilisation de chiffres différents quant au nombre de parts en circulation pour les différents calculs mentionnés ci-dessus. Ces écarts peuvent être considérables si un nombre important de parts du Fonds a été annulé au cours de l'exercice.

5. Placements dans des fonds de couverture peu sensibles au marché

Dans le cadre de sa stratégie de placement, le Fonds investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu sensibles au marché.

Les opérations portant sur les fonds de couverture effectuées au cours de l'exercice se résument comme suit :

	2001	2000
Placements au début de l'exercice, au coût	98 587 432 \$	124 345 458 \$
Coût des placements acquis	35 228 738	47 504 312
Coût des placements vendus	37 926 715	73 262 338
Placements à la fin de l'exercice, au coût	95 889 455	98 587 432
Plus-value non matérialisée des placements	29 024 433	25 486 344
Valeur marchande des placements à la fin de l'exercice	124 913 888 \$	124 073 776 \$
Produit des placements vendus	54 124 976 \$	90 870 081 \$
Coût des placements vendus	37 926 715	73 262 338
Gain net matérialisé sur les placements	16 198 261 \$	17 607 743 \$

6. Parts émises et en circulation

Le capital autorisé du Fonds comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et correspondent à une participation égale indivise dans l'actif net du Fonds. 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 le Fonds. Des fractions de parts ne seront pas émises. En 2001, dans le cours normal d'une offre publique de rachat et conformément à son obligation trimestrielle de soutenir le cours, le Fonds a acheté 219 500 parts (518 600 parts en 2000) pour annulation. Le nombre total de parts acquises sur le marché en vertu du régime de réinvestissement des distributions s'est élevé à 23 916 en 2001 (46 718 en 2000).

Les opérations sur les capitaux propres effectuées au cours de l'exercice se résument comme suit :

Aux 31 décembre	2001	2000
Solde des parts en circulation au début de l'exercice	5 909 159	6 427 759
Parts acquises et annulées au cours de l'exercice	(219 500)	(518 600)
Solde des parts en circulation à la fin de l'exercice	5 689 659	5 909 159



7. Frais de gestion

Outre les services relatifs aux porteurs de parts qu'il fournit au Fonds, le gérant s'occupe de l'administration courante du Fonds et de la gestion du portefeuille de titres. En contrepartie de ces services, le gérant reçoit des frais de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net du Fonds. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Les frais de gestion sont payés trimestriellement en arrérages pourvu que les distributions aux porteurs de parts ne soient pas arriérées. Si les distributions sont arriérées, les frais de gestion ne sont pas versés ou payables tant que le découvert n'a pas été versé aux porteurs de parts. Les frais de gestion arriérés au 31 décembre 2001 s'élevaient à 7 051 825 \$ (5 685 322 \$ en 2000). Ces frais seront versés au gérant lorsque le découvert relatif aux distributions aura été payé (voir la note 9). Les frais de gestion arriérés ne seront payés ou comptabilisés que dans la mesure où le paiement ou la charge inscrite n'empêchera pas le versement des distributions aux porteurs de parts. Le gérant versera une partie de ses frais au conseiller, en contrepartie des services du conseiller au Fonds.

8. Emprunt bancaire

Le Fonds a une facilité de prêt renouvelable avec un établissement financier canadien (la " banque "). Selon la facilité, le Fonds peut emprunter des fonds en dollars canadiens ou en dollars américains jusqu'à concurrence de 25 % de la valeur de l'actif net du Fonds en vue de placements supplémentaires. De plus, le Fonds peut emprunter temporairement au plus 10 % de la valeur de son actif net afin i) d'effectuer des achats de parts sur le marché, ii) de maintenir des liquidités pour faire des distributions en espèces, et iii) de régler des opérations de couverture sur les devises. Les intérêts et les commissions d'engagement sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont fondés sur le taux préférentiel ou sur le taux des acceptations bancaires ou sur les deux quant aux fonds en dollars canadiens et sur le taux préférentiel ou sur le TIOL ou sur les deux quant aux fonds en dollars américains. Un nantissement général de l'actif du Fonds a été donné à la banque. Les emprunts impayés au 31 décembre 2001 sont libellés en dollars canadiens et en dollars américains.

9. Distributions

Le Fonds verse trimestriellement aux porteurs de parts des distributions de 0,40 \$ par part dans la mesure où la valeur liquidative par part, compte tenu de la distribution, est supérieure à la valeur liquidative de 18,79 \$ affichée le 30 juillet 1997. Si un montant inférieur à 0,40 \$ par part est distribué au cours d'un quelconque trimestre, le montant du découvert est reporté et versé au cours du(des) trimestre(s) suivant(s) pourvu que la valeur liquidative par part, compte tenu de la distribution, demeure supérieure à 18,79 \$ par part.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2001, le Fonds a effectué des distributions de 2,17 \$ par part, pour un montant global de 12 475 419 \$ (2,89 \$ par part, pour un montant global de 17 757 559 \$, en 2000). Au 31 décembre 2001, des distributions de 0,48 \$ par part, pour un montant global de 2 731 036 \$ (1,05 \$ par part, pour un montant global de 6 204 617 \$, en 2000), consistaient en des arrrages.

Les porteurs de parts ont le choix de recevoir des distributions en espèces ou sous forme de parts additionnelles par voie du régime de réinvestissement des distributions.

10. Contrats à terme de devises

Au 31 décembre 2001, des effets de commerce d'une valeur nominale de 700 000 \$ US (700 000 \$ US en 2000) ont été remis comme dépôt de garantie relativement à des contrats à terme de devises.

Le Fonds a conclu des contrats à terme afin de couvrir les titres en portefeuille et les éléments de passifs libellés en devises contre les fluctuations des taux de change.

Au 31 décembre 2001, le Fonds détenait les contrats à terme de devises suivants :

	Prix de clôture	Valeur notionnelle des contrats	Montant de règlement exigible au titre des contrats à terme de devises
1 029 contrats à terme en dollars canadiens, mars 2002	62,76 \$ US	64 580 040 \$ US	
		102 850 172 \$ CA	(81 939) \$ CA



11. Impôts sur le revenu

Le Fonds est admissible à titre de " fiducie de fonds commun de placement " aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (la " Loi de l'impôt "). Étant donné que le revenu net du Fonds, y compris le montant net des gains matérialisés provenant de fonds de placement fermés et du revenu réputé calculé en vertu de l'article 94.1 de la Loi de l'impôt, sera versé ou à verser aux porteurs de parts au cours de chaque année civile, le Fonds n'aura pas à payer d'impôt sur le revenu en vertu des dispositions actuelles contenues dans la Loi de l'impôt. Ce revenu est imposable entre les mains du porteur de parts. Le Fonds effectue, de temps en temps, des distributions de revenu plus élevées que le revenu gagné aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée " remise de capital " et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit à l'égard de l'impôt.

Au 31 décembre 2001, le Fonds disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 10 000 000 \$ (9 700 000 \$ en 2000) et d'aucun report de pertes en capital (4 000 000 \$ en 2000). Au cours de l'exercice, le Fonds a utilisé la totalité des reports de pertes en capital.

12. Événement postérieur à la date du bilan

Le 1^{er} février 2002, la dénomination sociale du Fonds a été remplacée par Northwater Market-Neutral Trust.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Northwater Capital Management Inc. (le "conseiller"), est une importante société de gestion de placements au Canada et aux États-Unis. Elle se spécialise dans les stratégies de fonds de couverture, l'indexation synthétique et les portefeuilles de catégories d'actif bonifié pour les régimes de retraite et les fonds de dotation. Entièrement détenue par son personnel, Northwater s'applique à offrir aux clients d'excellents rendements ajustés à des valeurs de risques et un service à la clientèle de qualité supérieure. L'actif géré de Northwater et de ses sociétés affiliées, qui s'est accru depuis la fondation de l'entreprise en 1989, s'établissait à plus de 8,0 milliards de dollars canadiens au 31 décembre 2001. Les clients de Northwater comprennent des caisses de retraite de sociétés d'envergure au Canada, aux États-Unis et en Europe. Northwater gère également l'actif du régime de retraite d'un certain nombre d'universités et d'institutions du secteur public ainsi qu'un fonds distinct pour le compte d'une grande institution financière.

Northwater est reconnue à titre d'innovateur et de chef de file quant à l'utilisation de titres dérivés et d'autres stratégies quantitatives permettant d'élaborer des produits de placement originaux et attrayants. En 1994, Northwater a fait son entrée dans le secteur des fonds de couverture en établissant NewQuant Trust I, le premier instrument de placement dans son genre au Canada. NewQuant Trust I investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture.

Depuis l'établissement du Fonds, Northwater en tant que telle a progressé considérablement. Au 31 décembre 2001, Northwater et ses sociétés affiliées géraient un actif total d'environ 3,4 milliards de dollars canadiens dans le secteur des fonds de couverture peu sensibles au marché, ce qui en fait la société la plus importante en son genre au Canada, et l'une des plus importantes dans le monde. Northwater possède un bureau dans la ville de New York et gère environ 1 milliard de dollars canadiens pour des clients institutionnels américains.



NEWCASTLE MARKET-NEUTRAL TRUST

Bureau 3300, Scotia Plaza
C.P. 1008, 40, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3Y2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

GESTIONNAIRE DES PLACEMENTS

Northwater Fund Management Inc.
Bureau 3300, Scotia Plaza
C.P. 1008, 40, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3Y2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT

Northwater Capital Management Inc.
Bureau 3300, Scotia Plaza
C. P. 1008, 40, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3Y2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CHANGEMENT D'ADRESSE

À compter du 1^{er} avril 2002, l'adresse de Northwater Market-Neutral Trust, de Northwater Fund Management Inc. et de Northwater Capital Management Inc. sera :

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



CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault s.r.l.
Bureau 4700, Boîte 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

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

MANDATAIRE DU RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

Compagnie Trust CIBC Mellon
C. P. 7101
Succursale postale de la rue Adelaide
Toronto (Ontario) M5C 2W9
Téléphone : 1-800-387-0825



POUR DE PLUS AMPLES INFORMATIONS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :

James Sinclair ou Benita Warmbold
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

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

Symbole TSE : NMN.UN

Also available in English.







