

NORTHWATER

**Northwater Market-Neutral Trust
Rapport annuel
31 décembre 2007**





HISTORIQUE

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de la direction sur le rendement du Fonds	4
Régime de réinvestissement des distributions	19
Rapport du comité d'examen indépendant	20
Responsabilité de la direction	25
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts	26
États financiers vérifiés	27
Northwater Capital Management Inc.	43

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe inscrite à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN, dont l'objectif est d'offrir le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre. Au 31 décembre 2007, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 11,76 \$ et son rendement sur l'exercice, à 3,42 % compte tenu des distributions. Comparativement, l'indice obligataire universel DEX a diminué de 3,68 % sur la même période, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 9,83 % et l'indice S&P 500 s'est accru de 5,49 % en dollars américains, soit une perte de 10,53 % en dollars canadiens, étant donné la dépréciation du billet vert. La Fiducie a versé des distributions de 2,87 \$ par part au cours de la période.

La crise du marché du crédit immobilier à haut risque aux États-Unis a dominé les marchés de capitaux en 2007. La chute des titres exposés à ces crédits a provoqué une réaction en chaîne qui a eu une incidence sur plusieurs stratégies de couverture, de l'arbitrage sur fusions-acquisitions, à la valeur relative jusqu'à l'arbitrage statistique, essentiellement en raison du manque de liquidité. La plupart des grandes banques ont dû comptabiliser d'importantes moins-values sur leurs avoirs reliés aux crédits immobiliers à haut risque, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur les marchés des actions. Soucieuse de rétablir la confiance des investisseurs, la Réserve fédérale, qui avait maintenu le taux des fonds fédéraux à 5,25 % pendant le premier semestre de 2007, a modifié ses taux directeurs à trois reprises pour finalement les abaisser d'un point de pourcentage complet pendant le second semestre. Mais cette injection de liquidités n'a pas eu raison des inquiétudes et les marchés des actions avaient, en fin d'année, perdu une bonne partie des gains qu'ils avaient réalisés dans les six premiers mois.

Le portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre géré par Northwater Fund Management, Inc. (la « société de gestion »), auquel la Fiducie est exposée, a enregistré des résultats positifs pendant l'exercice, huit des onze stratégies ayant été rentables. Les fonds d'arbitrage de titres en difficulté ont pu réaliser des gains sur certaines entreprises tout en se préservant des remous du marché du crédit immobilier à haut risque. Les fonds de réassurance et multi-stratégie ont également su appliquer leur stratégie efficacement. Les fonds d'arbitrage statistique ont enregistré les plus fortes pertes, particulièrement au mois d'août. Nous pensons que, lorsque les facteurs techniques qui sont à la source des extrêmes que nous connaissons actuellement sur les marchés seront revenus à la normale, nous serons en bonne position pour profiter des possibilités qui se présenteront.

Northwater continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, sept fonds ont été éliminés en raison de la faiblesse de leur rendement ou d'une application inefficace de leur stratégie, et quatre nouveaux fonds ont été ajoutés. La société de gestion s'efforce constamment d'améliorer le portefeuille en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui appliquent des stratégies neutres susceptibles de dégager des rendements élevés compte tenu du risque, conformément aux objectifs de placement.



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



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

Le 14 mars 2008

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, mais non les états financiers complets du fonds d'investissement. Un exemplaire des états financiers du fonds d'investissement est annexé à ce rapport à titre d'information.

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

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est gérée par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »). Aux termes des dispositions de l'acte de fiducie, la société de gestion assume la gestion des activités de la Fiducie et son administration et supervise le portefeuille. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») a été retenu par la société de gestion pour donner des conseils en placement et pour gérer le portefeuille de la Fiducie conformément aux objectifs de placement de cette dernière. Dans l'exercice de ses fonctions, la société de gestion doit veiller à la mise en place de systèmes d'information, de procédures et de contrôles appropriés pour s'assurer que l'information utilisée par la Fiducie et fournie aux porteurs de parts est complète et fiable. La société de gestion assume cette responsabilité avec sérieux et estime que les systèmes, les procédures et les contrôles mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

Adoption de nouvelles normes comptables

Le 1^{er} avril 2005, l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA ») a publié le chapitre 3855, « Instruments financiers – comptabilisation et évaluation », du Manuel de l'ICCA – Comptabilité (le « chapitre 3855 ») qui établit les normes relatives à l'évaluation des placements à la juste valeur et au traitement comptable des coûts de transaction. Les recommandations du chapitre 3855 s'appliquent aux exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2006.

L'application du chapitre 3855 n'a donné lieu à aucune modification des méthodes d'évaluation dans les états financiers de la Fiducie.

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de la Fiducie sont les suivants :

1. une distribution trimestrielle équivalente à 2 % de la valeur liquidative déclarée par part de la Fiducie à la fin du mois précédant la fin du trimestre civil;
2. une croissance constante de l'actif net;
3. un rendement en grande partie non tributaire de l'évolution des marchés des actions et des titres 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.

Stratégies de placement

Fonds de couverture

La Fiducie comprend des fonds de couverture à stratégie neutre qui, selon le conseiller en placement, devraient réaliser d'excellents rendements corrigés du risque et dont les résultats passés ont une faible corrélation avec ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un haut rendement corrigé du risque, le conseiller en placement est d'avis qu'un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement de la Fiducie et ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe.

Processus de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie s'appuient sur un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. Ce dernier dispose à son tour d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par la Fiducie. Toutes les recherches sur les placements sont faites sur place.

Le conseiller en placement a élaboré un processus exclusif de sélection qui lui permet de se prononcer sur les choix de placements et de surveiller les fonds de

couverture dans lesquels la Fiducie pourrait investir. Ce processus exclusif de sélection fait partie intégrante de la stratégie de création de valeur à long terme et il comprend les étapes suivantes :

1. L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies neutres appropriées et des gestionnaires qui les appliquent. Ces principes ont évolué et continuent d'évoluer à mesure que le conseiller en placement acquiert de l'expérience dans les fonds de couverture à stratégie neutre et dans la gestion de stratégies complexes sur instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de fonds de fonds à stratégie neutre et de stratégies sur instruments dérivés très complexes. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels à la gestion des fonds de fonds de couverture à stratégie neutre de haut niveau.
3. Une recherche progressive, sur les marchés mondiaux, de stratégies de fonds de couverture à stratégie neutre conformes aux principes de placement et aux critères de la Fiducie quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies neutres conformes aux principes de placement et aux objectifs de la Fiducie.
5. L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur neutralité par rapport au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de constitution de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du secteur. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de

l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.

7. La constitution d'un portefeuille modèle diversifié dans lequel sont représentées 14 stratégies neutres par rapport au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend généralement des entrevues menées sur place par des professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et les activités, un examen juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds au portefeuille de la Fiducie. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, de multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et un examen mensuel de la place du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller en placement.

Le conseiller en placement gère les portefeuilles d'autres clients que la Fiducie. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises en fonction des directives et des restrictions des clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller en placement entre les portefeuilles des clients de la manière que celui-ci juge équitable dans les circonstances.

Levier financier

La Fiducie a recours au levier financier parce qu'elle est d'avis que cette méthode constitue un moyen d'accroître le rendement de ses placements. Elle peut emprunter jusqu'à 25 % de sa valeur liquidative déclarée pour la consacrer à des placements, et un montant supplémentaire correspondant à 10 % de cette valeur liquidative pour racheter des parts dans le cadre de ses programmes de rachat, de disposer de liquidités pour effectuer des distributions et de régler des opérations de couverture des risques de change. Cette capacité d'emprunt accroît le risque pour les porteurs de parts et pourrait nuire aux rendements si les titres achetés au moyen de capitaux empruntés perdent de la valeur.

Le levier financier utilisé par la Fiducie au 31 décembre 2007 pour effectuer des placements s'établissait à 23,39 % (24,08 % au 31 décembre 2006).

Risques

Les tableaux qui suivent présentent le profil de risque de la Fiducie et des placements qu'elle détient dans des fonds de couverture pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 31 décembre 2007 et 2006 et pour les exercices terminés les 31 décembre 2007 et 2006.

<u>Statistiques de la Fiducie</u>	<u>Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2007</u>	<u>Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2006</u>
Nombre de rendements mensuels positifs . . .	94	86
Nombre de rendements mensuels négatifs . . .	31	27
Pourcentage des mois négatifs	24,8 %	23,9 %
Rendement moyen des mois négatifs	(1,05) %	(1,02) %
Rendement mensuel le plus bas	(11,78) % (août 98)*	(11,78) % (août 98)*

<u>Statistiques des fonds de couverture</u>	<u>Exercices terminés les 31 décembre</u>	
	<u>2007</u>	<u>2006</u>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ^{1,2}	26	40
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ^{1,2}	8	0
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²	7,19 %	3,80 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²	0,24	0,11

1. D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2007 et au 31 décembre 2006.
2. D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2007 et 2006 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

* Une crise de crédit s'est produite en Russie en août 1998 et a touché de nombreux investisseurs et fonds de couverture. Pour le mois d'août, l'indice S&P 500 avait affiché un rendement de -14,46 % et l'indice TSX, un rendement de -20,41 %. Le mois au cours duquel la deuxième perte en importance a été subie, après août 1998, a été octobre 1997 avec -2,35 %.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global inhérent aux placements dans la Fiducie n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie a affiché un rendement de 3,42 % (10,39 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006), compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Les distributions de l'exercice terminé le 31 décembre 2007 ont totalisé 13 270 597 \$, ou 2,87 \$ par part (5 592 362 \$, ou 1,14 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006). La stratégie d'arbitrage sur titres en difficulté a grandement contribué au rendement de la Fiducie pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, tandis que la stratégie d'arbitrage statistique a dégagé le plus faible rendement.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, les emprunts de la Fiducie au titre de sa facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne ont varié entre 12 700 569 USD et 13 977 483 USD. (Ils avaient fluctué entre 13 318 180 USD et 14 318 732 USD pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2006.) Au 31 décembre 2007, le levier financier s'établissait à 23,39 % (24,08 % au 31 décembre 2006). La Fiducie a recours au levier financier en vue d'accroître le rendement de ses investissements.

La Fiducie a pu se prévaloir de son programme de rachat et d'annulation. Elle a racheté 209 700 parts aux fins d'annulation pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007 (367 400 parts pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2006), car ces parts étaient vendues à moins de 92,5 % de leur valeur liquidative déclarée. Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2007 dans une proportion de 0,36 % (contribution de 0,60 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Sommaire du portefeuille de placements¹

La Fiducie investit dans des fonds de couverture qui misent sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse approfondie.

La Fiducie s'expose à des risques spéciaux du fait qu'elle investit dans des fonds de couverture à stratégies de placement non conventionnelles. Au 31 décembre 2007, la Fiducie détenait des placements dans 37 fonds de couverture (40 au 31 décembre 2006) gérés par 34 gestionnaires (37 au 31 décembre 2006), engagés dans neuf stratégies neutres ou de couverture. La vaste gamme de placements dans des fonds de couverture assure une grande diversification, grâce à laquelle la Fiducie s'efforce d'atteindre ses objectifs de

rendement corrigé du risque et de neutralité par rapport au marché. Quelques-unes de ces stratégies de placement sont utilisées par les fonds multistratégie. Les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investit sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie a effectué des placements dans quatre nouveaux fonds de couverture (un fonds d'arbitrage de produits de taux, un fonds d'arbitrage statistique, un fonds d'arbitrage de financement structuré et un fonds multistratégie); elle a demandé le rachat de ses parts dans sept fonds de couverture (un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, deux fonds multistratégie, un fonds d'arbitrage sur la structure du capital, deux fonds d'arbitrage de financement structuré et un fonds d'arbitrage sur fusions-acquisitions). (Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, elle avait effectué des placements dans huit nouveaux fonds de couverture et demandé le rachat de ses parts sur quinze fonds.)

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2007 et 2006.

<u>Stratégie</u>	Exercices terminés les 31 décembre	
	2007	2006
Activiste	6,09 %	24,75 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	10,05 %	12,51 %
Arbitrage sur structure du capital	—	7,01 %
Arbitrage de convertibles	—	10,96 %
Arbitrage sur titres en difficulté	16,51 %	18,42 %
Arbitrage de produits de taux	2,24 %	8,94 %
Valeur relative du secteur de l'énergie	—	(6,37)%
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	14,27 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	(0,90)%	9,88 %
Arbitrage de réassurance	14,17 %	11,75 %
Arbitrage statistique	(8,45)%	12,50 %
Arbitrage sur financement structuré	5,07 %	11,93 %
Multistratégie	8,68 %	8,23 %

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture par stratégie au 31 décembre 2007 et au 31 décembre 2006. Les fonds multistratégie n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2007			31 décembre 2006		
	Nbre de fonds	Juste valeur		Nbre de fonds	Juste valeur	
Activiste	1	1 705 001 \$	3 %	1	2 512 588 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	4	8 164 189	13 %	5	10 060 961	12 %
Arbitrage sur structure du capital	—	—	—	1	450 256	1 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6	10 299 791	16 %	6	13 819 434	17 %
Arbitrage de produits de taux ...	3	3 459 306	5 %	2	2 571 727	3 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	1 284 879	2 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	8 043 885	12 %	4	10 362 344	13 %
Multistratégie	6	12 128 061	19 %	7	16 158 899	20 %
Arbitrage de réassurance	2	3 060 925	5 %	2	5 520 794	7 %
Arbitrage statistique	5	7 371 132	12 %	4	5 608 982	7 %
Arbitrage sur financement structuré	6	9 270 327	15 %	7	12 866 799	15 %
	<u>37</u>	<u>63 502 617 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>40</u>	<u>81 217 662 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau qui suit présente le plus important placement par stratégie de gestion de fonds de couverture, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 31 décembre 2007 et au 31 décembre 2006.

Stratégie	31 décembre 2007	31 décembre 2006
Activiste	3,17 %	3,71 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	6,66 %	5,11 %
Arbitrage sur structure du capital	—	0,67 %
Arbitrage sur titres en difficulté	4,85 %	6,27 %
Arbitrage de produits de taux	2,31 %	2,09 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	1,90 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,67 %	5,68 %
Multistratégie	4,95 %	5,33 %
Arbitrage de réassurance	4,66 %	6,31 %
Arbitrage statistique	3,98 %	3,02 %
Arbitrage sur financement structuré	5,94 %	5,23 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture détenus par la Fiducie au 31 décembre 2007. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières de la Fiducie.

25 principaux placements	Type de placement	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Mariner-Tricadia Credit Strategies Fund, Ltd.	Actions participatives	2 205 603	\$ 3 581 093	\$ 6,66 %
CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.	Actions participatives	2 911 187	3 273 361	6,09 %
D.B. Zwirn Special Opportunities Fund Ltd.	Actions participatives	3 236 940	3 194 972	5,94 %
New Ellington Overseas, Ltd.	Actions participatives	3 365 499	3 050 427	5,67 %
Fonds 121*	Actions participatives	2 693 322	2 660 604	4,95 %
Fonds 109*	Actions participatives	1 012 154	2 609 081	4,85 %
Fonds 189*	Actions participatives	2 094 240	2 606 391	4,85 %
Fonds 131*	Actions participatives	1 631 280	2 506 951	4,66 %
Fonds 146*	Actions participatives	2 482 873	2 329 518	4,33 %
Fonds 213*	Actions participatives	2 905 050	2 142 505	3,98 %
Fonds 208*	Actions participatives	2 013 840	2 046 746	3,81 %
Fonds 101*	Actions participatives	1 741 339	2 035 429	3,78 %
Fonds 130*	Actions participatives	1 912 500	1 983 847	3,69 %
Fonds 115*	Actions participatives	812 462	1 975 727	3,67 %
Fonds 196*	Actions participatives	1 832 000	1 804 203	3,35 %
Fonds 187*	Actions participatives	1 687 130	1 765 709	3,28 %
Fonds 209*	Actions participatives	1 486 652	1 705 001	3,17 %
Fonds 183*	Actions participatives	1 642 847	1 700 294	3,16 %
Fonds 104*	Actions participatives	2 106 150	1 661 278	3,09 %
Fonds 214*	Actions participatives	1 424 258	1 611 619	3,00 %
Fonds 216*	Actions participatives	1 692 900	1 479 545	2,75 %
Fonds 116*	Actions participatives	1 483 184	1 478 073	2,75 %
Fonds 160*	Actions participatives	1 536 826	1 243 786	2,31 %
Fonds 222*	Actions participatives	1 377 349	1 241 943	2,31 %
Fonds 221*	Actions participatives	1 255 280	1 206 488	2,24 %

* Détenus par d'autres fonds de placement gérés par Northwater Fund Management Inc.

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

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

	Exercices terminés les 31 décembre				
	2007	2006	2005	2004	2003
Valeur liquidative au début de l'exercice	14,15 \$	13,88 \$	14,73 \$	15,81 \$	19,05 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :					
Total des revenus	0,05	0,05	0,04	0,03	0,02
Total des charges	(0,41)	(0,41)	(0,35)	(0,52)	(0,12)
Gains réalisés (pertes) pour l'exercice	2,80	(0,02)	0,28	1,83	6,69
Gains non réalisés (pertes) pour l'exercice	(1,99)	1,70	0,33	(0,57)	(4,79)
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹	0,45	1,32	0,29	0,77	1,80
Distributions :					
Revenu de placement (hors dividendes)	1,71	0,04	0,36	0,01	4,21
Gains en capital	—	—	—	—	0,83
Remboursement de capital	1,16	1,10	0,80	1,84	0,04
Distributions totales de l'exercice ²	2,87	1,14	1,16	1,85	5,08
Valeur liquidative à la fin de l'exercice ³	11,76 \$	14,15 \$	13,88 \$	14,73 \$	15,81 \$

1. La valeur liquidative et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période.
2. Les distributions ont été versées comptant ou réinvesties dans des parts supplémentaires de la Fiducie. La nature des distributions pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 sera déterminée à la fin de l'exercice.
3. Le tableau sur la valeur liquidative par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir une continuité entre la valeur liquidative par part au début de la période et la valeur liquidative par part à la fin de la période.

Ratios et données supplémentaires

Exercices terminés les 31 décembre

	2007	2006	2005	2004	2003
Actif net total (en milliers de dollars) ¹	53 778 \$	67 651 \$	71 507 \$	77 232 \$	82 788 \$
Nombre de parts en circulation ¹ ...	4 572 915	4 782 615	5 150 015	5 243 585	5 237 559
Ratio des frais de gestion ²	9,17 %	6,60 %	7,08 %	7,94 %	5,25 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge ²	9,17 %	6,60 %	7,08 %	7,94 %	5,25 %
Taux de rotation du portefeuille ³	12,11 %	22,97 %	40,56 %	26,96 %	42,44 %
Ratio des frais d'opérations ⁴	0,03 %	0,05 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours de clôture ou valeur liquidative déclarée	9,58 \$	13,00 \$	12,55 \$	15,06 \$	16,10 \$

1. Données arrêtées à la fin des périodes indiquées.
2. Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion comprend non seulement les charges de la Fiducie, mais également les charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents inclus dans les ratios ci-dessus s'est élevé à 6,23 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et à 3,72 % pour chacun des exercices terminés les 31 décembre 2006, 2005, 2004 et 2003. Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents indiqué dans leurs états financiers annuels vérifiés. Les ratios des frais de gestion des exercices 2003 à 2007 ont été calculés au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice 2006. La direction reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2007 et tiendra compte des charges des fonds sous-jacents pour cet exercice une fois qu'elle aura reçu toute l'information nécessaire. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre 2006 ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par la Fiducie au 31 décembre 2007. Les frais de rendement engagés par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, la performance du gestionnaire et le moment des rachats. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour la période en cours.
3. Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère et rééquilibre activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds. Les opérations des fonds de couverture n'entraînent pas de frais d'opérations en général.
4. Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Rendements passés

Information d'ordre général

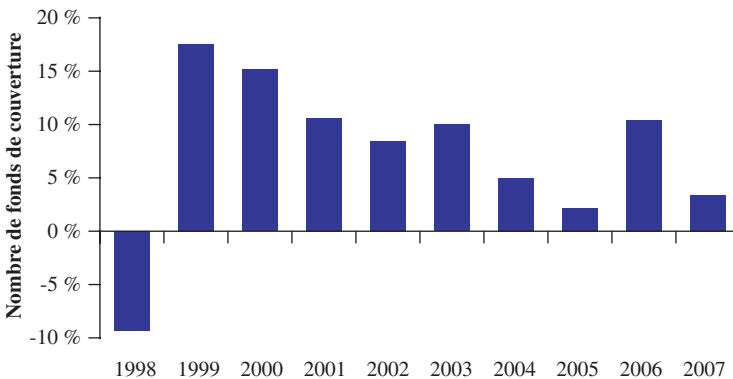
Veuillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

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

Rendements annuels

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

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



Rendements annuels composés

Le tableau ci-après présente une comparaison du rendement annuel composé de la Fiducie pour les périodes indiquées avec celui de divers indices boursiers.

	Depuis l'établissement*	5 ans	3 ans	1 an
Northwater Market-Neutral Trust	6,91 %	6,15 %	5,28 %	3,42 %
Indice composé S&P/TSX	8,88 %	18,32 %	16,93 %	9,83 %
Indice DEX 91 Day T-Bills	3,82 %	3,24 %	3,66 %	4,43 %
Indice DEX Universe Bond	6,27 %	5,60 %	4,73 %	3,68 %

* La Fiducie a été établie le 30 juillet 1997.

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

L'indice DEX 91 Day T-Bills des bons du Trésor à 91 jours illustre le rendement d'un portefeuille composé de bons du Trésor à 3 mois sur la période à l'étude.

L'indice DEX Universe Bond est un indice étendu représentant les titres à revenu fixe émis par les gouvernements fédéral et provinciaux et par les sociétés.

Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

Northwater Fund Management Inc., (la « société de gestion »), assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion de son portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu. Les frais de gestion se sont élevés à 875 781 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, et le montant que la Fiducie devait payer au 31 décembre 2007 s'établissait à 199 571 \$.

En contrepartie de conseils en placement prodigués à la Fiducie par Northwater Capital Management Inc., conseiller en placement, la société de gestion verse à cette dernière une partie de ses honoraires.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur des placements détenus par la Fiducie subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, de la société de

gestion et de la Fiducie. Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou provisoire des fonds de couverture indiquée par leur gestionnaire ou l'entité chargée de leur administration. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la valeur liquidative déclarée par part de la Fiducie a fluctué entre 11,76 \$ et 14,68 \$ (entre 13,85 \$ et 14,27 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006), après prise en compte des distributions.

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 9,58 \$ et 14,30 \$ (entre 12,30 \$ et 13,80 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie a versé des distributions totalisant environ 2,87 \$ par part (pour un total de 13 270 597 \$), contre 1,14 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (pour un total de 5 592 362 \$).

La Fiducie est tenue de distribuer la totalité de son revenu net et de ses gains en capital nets réalisés pour ne pas être assujettie à l'impôt en vertu de la Partie I de la Loi de l'impôt sur le revenu.

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

Le tableau suivant présente l'historique des distributions de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 mars 2007	30 avril 2007	Remboursement de capital	0,11771
		Revenu net	<u>0,17229</u>
		Total	0,29000 \$
30 juin 2007	30 juillet 2007	Remboursement de capital	0,12177
		Revenu net	<u>0,17823</u>
		Total	0,30000 \$
30 septembre 2007	30 octobre 2007	Remboursement de capital	0,11365
		Revenu net	<u>0,16635</u>
		Total	0,28000 \$
31 décembre 2007	30 janvier 2007	Remboursement de capital	0,81181
		Revenu net	<u>1,18819</u>
		Total	2,00000 \$

Rachat aux fins d'annulation

Conformément à la convention de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2 % des parts en circulation au cours d'un trimestre si le cours est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative déclarée par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente.

Le 24 août 2007, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto (la « Bourse ») un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 467 051 parts durant la période allant du 30 août 2007 au 29 août 2008, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie a racheté 209 700 parts, pour un total de 2 701 827 \$, (367 400 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006) aux fins d'annulation en vertu de ce programme. Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2007 dans une proportion de 0,36 % (contribution de 0,60 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

La Fiducie offre aux investisseurs la possibilité d'adhérer à un régime de réinvestissement des distributions (le « régime ») qui leur permet d'acquérir des parts additionnelles de la Fiducie grâce au réinvestissement de leurs distributions. Les achats sont effectués sur le marché si les parts de la Fiducie se négocient à un prix inférieur à leur valeur liquidative déclarée. Si les parts de la Fiducie se négocient à un prix supérieur à leur valeur liquidative déclarée, de nouvelles parts seront émises à un prix correspondant soit à cette valeur liquidative, soit à 95 % de la moyenne pondérée du cours des parts sur la période de cinq jours précédant l'émission, si ce montant est plus élevé.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, aucune part n'a été émise en vertu de ce régime, tandis que 37 815 parts ont été achetées sur le marché (aucune part n'a été émise et 14 939 parts ont été achetées sur le marché pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Le régime permet de participer à la croissance de la Fiducie. 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 également 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 donner des directives pour que vos parts soient inscrites au régime.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST RAPPORT DU COMITÉ D'EXAMEN INDÉPENDANT

Aux investisseurs

Le 1^{er} novembre 2007, le conseil consultatif (« conseil consultatif ») de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est devenu le comité d'examen indépendant (« CEI ») de la Fiducie et du Fonds, conformément au *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*.

Ce rapport est donc le premier rapport annuel du CEI aux porteurs de parts de la Fiducie, établi conformément aux exigences du Règlement 81-107. Cependant, le conseil consultatif a publié des rapports aux porteurs de parts chaque année depuis le 10 mars 2006.

Selon le Règlement, le CEI a pour fonction d'examiner les conflits d'intérêts relatifs aux fonds d'investissement qui ont été décelés et nous ont été signalés par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »), et de donner notre approbation ou nos recommandations à cet égard. Notre examen consiste à déterminer si les mesures proposées par la société de gestion donnent un résultat juste et raisonnable pour la Fiducie.

Nous comptons également revoir au moins une fois par an les principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'évaluer l'adéquation et l'efficacité en ce qui concerne la Fiducie.

Outre nos nouvelles responsabilités réglementaires relatives à la gouvernance indépendante des fonds, nous conservons notre rôle de conseil consultatif et apportons ainsi notre aide à la société de gestion sur d'autres questions portant sur la gestion et le fonctionnement de la Fiducie.

Nous espérons poursuivre notre relation ouverte et efficace avec la société de gestion, pour le bénéfice de la Fiducie.

Cordialement,



Jeffrey D. Francoz
Président du comité d'examen indépendant

Membres du comité d'examen indépendant		Années de participation au conseil consultatif/CEI
Nom	Domicile	Date de nomination¹
Jeffrey D. Francoz <i>Président du CEI</i>	Toronto (Ontario)	10 mars 2006 ²
Ann Marshall	Toronto (Ontario)	10 mars 2006 ²
Peter Vesely	Toronto (Ontario)	1 ^{er} novembre 2007

* Il n'y a eu aucun changement à la composition du CEI pendant la période.

* Ann Marshall est également membre du comité d'examen indépendant des fonds iShares gérés par Barclays Global Investors Canada Limited. Jeffrey Francoz et Peter Vesely ne sont actuellement membres d'aucun comité d'examen indépendant autre que celui des fonds gérés par la société de gestion.

1. Chaque personne figurant dans la liste est membre du CEI depuis sa création le 1^{er} novembre 2007.
2. Depuis la création du comité consultatif de la Fiducie.

Propriété des titres

a) Fiducie

Au 31 décembre 2007, le pourcentage de parts de la Fiducie appartenant, directement ou indirectement, aux membres du CRI à titre de propriétaires réels n'excédait pas 10 % des parts dans l'ensemble.

b) Société de gestion

Au 31 décembre 2007, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série de la société de gestion.

c) Prestataires de services

Au 31 décembre 2007, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série, d'une société fournissant des services à la Fiducie ou à la société de gestion, qui pourrait raisonnablement donner lieu à une perte d'indépendance réelle ou perçue.

Le conseil consultatif et, depuis le 1^{er} novembre 2007, le CEI est heureux de présenter un rapport de ses activités pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007.

Chacun des membres du CEI est une personne non apparentée et indépendante de la direction, comme l'étaient les membres du conseil consultatif.

Information d'ordre général

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, les membres du conseil consultatif, puis du CEI après sa création le 1^{er} novembre 2007, ont tenu quatre réunions. M. Francoz et M^{me} Marshall ont assisté à toutes ces réunions. M. Vesely a participé à toutes les réunions tenues par le CEI pendant la période, après sa nomination à titre de membre.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, le conseil consultatif, et subséquemment le CEI, a examiné : i) le mandat du conseil consultatif, ii) le projet de charte du CEI, iii) l'information fournie aux porteurs de parts conformément au Règlement 81-106, iv) les rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie, v) le respect des lignes directrices en matière de placement, vi) la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels et vii) l'implantation et les mesures nécessaires au respect du Règlement 81-107. Le CEI a par ailleurs adopté sa charte et examiné les divers principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'en déterminer l'adéquation et l'efficacité.

Le conseil consultatif et, depuis le 1^{er} novembre 2007, le CEI attestent chacun que la direction de la société a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents en question et de poser des questions à certains membres de la direction selon que le conseil consultatif/le CEI le jugeait nécessaire pour assumer correctement ses responsabilités.

Rémunération et indemnités

La rémunération totale versée par la Fiducie au CEI pour la période de deux mois écoulée entre sa création le 1^{er} novembre 2007, et le 31 décembre 2007, s'est élevée à 3 667 \$. La rémunération totale versée par la Fiducie au conseil consultatif pour les dix mois précédents s'est élevée à 7 500 \$.

Aucune indemnité n'a été versée aux membres du CEI ou du conseil consultatif pendant la période.

La rémunération initiale du CEI a été fixée par la société de gestion. Le CEI reverra la rémunération de ses membres au moins une fois par an, en fonction des éléments suivants :

1. les intérêts de la Fiducie
2. l'adéquation juste et raisonnable entre la rémunération versée et les avantages généraux et spécifiques dont la Fiducie bénéficie

3. la recommandation de la société de gestion
4. la nature et la complexité des activités de la Fiducie
5. la nature et l'ampleur de la tâche de chaque membre du CEI.

Conflits d'intérêts

Aucun conflit d'intérêts n'a été signalé au CEI pendant la période. Ni le CEI, ni le conseil consultatif n'ont connaissance d'une situation où la société de gestion a pris des mesures relatives à un cas de conflit d'intérêts signalé au CEI (ou au conseil consultatif) pour lequel le CEI (ou le conseil consultatif) n'a pas donné de recommandation positive.

Le CEI/conseil consultatif n'a pas non plus connaissance d'une situation où la société de gestion a pris des mesures concernant un cas de conflit d'intérêts, mais n'a pas respecté une condition imposée par le CEI/conseil consultatif dans sa recommandation ou son approbation.

La société de gestion s'est appuyée sur les instructions permanentes suivantes du CEI pendant la période. Dans chaque cas, les instructions exigeaient de la société de gestion qu'elle respecte ses principes et pratiques et qu'elle fasse régulièrement rapport au CEI.

Instructions permanentes

1. Permettre les transferts entre la Fiducie et d'autres entités conseillées par Northwater, à condition que ces transferts portent exclusivement sur des placements en fonds de couverture transférés moyennant une valeur liquidative déterminée par une source indépendante et qu'ils respectent les directives de placement du destinataire.
2. Permettre à Northwater et à ses sociétés affiliées d'agir à divers titres auprès d'autres entités, notamment à titre de société de gestion, de conseiller en placement, d'administrateur ou de fiduciaire, à condition que Northwater et ses sociétés affiliées agissent en tout temps conformément à ses procédures visant à réduire les conflits d'intérêts potentiels et à son code de déontologie.

La société de gestion a également reçu des recommandations positives et des instructions permanentes relativement aux cas de conflits d'intérêts traités dans les politiques suivantes. Dans chaque cas, les instructions exigeaient de la société de gestion qu'elle respecte ses principes et pratiques et qu'elle fasse régulièrement rapport au CEI.

Politiques traitant des conflits d'intérêts

1. Énoncé de politiques relatif aux émetteurs reliés ou associés et procédures visant à réduire les conflits d'intérêts potentiels
2. Code de déontologie
3. Procédures de répartition des opérations
4. Procédures relatives à la sélection des courtiers, à l'exécution des opérations et aux accords de paiement indirect
5. Concordance du portefeuille et des objectifs de placement du client
6. Politique sur les opérations sur titres personnelles
7. Politique relative aux opérations d'initiés
8. Procédures relatives aux opérations croisées

Nous espérons continuer à assurer nos responsabilités en 2008, pour le bénéfice de la Fiducie.



Jeffrey D. Francoz
Président du CEI



Ann Marshall



Peter Vesely

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

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

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



BENITA M. WARMBOLD, CA
Administratrice déléguée et
Chef des finances



SHAUNA CASSIDY, CFA
Vice-présidente

Le 14 mars 2008

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS AUX PORTEURS DE PARTS DE NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Nous avons vérifié l'état du portefeuille de **Northwater Market-Neutral Trust** (la « Fiducie ») au 31 décembre 2007, les états de l'actif net aux 31 décembre 2007 et 2006 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie des exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Fiducie. 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 du 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 de la situation financière de la Fiducie aux 31 décembre 2007 et 2006 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.

Comptables agréés,
Experts-comptables autorisés
Toronto (Ontario)
Le 14 mars 2008

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

	31 décembre 2007	31 décembre 2006
Actif		
Trésorerie et placements à court terme (coût: 2007 – 15 180 903 \$; 2006 – 2 982 348 \$)	15 066 362 \$	1 831 019 \$
Placements à court terme déposés à titre de marge sur les contrats à terme – à la valeur marchande (note 4) (coût: 2007 – 1 602 674 \$; 2006 – 1 151 819 \$)	1 573 183	1 155 011
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût: 2007 – 59 431 262 \$; 2006 – 68 089 341 \$) ..	63 502 617	81 217 662
Placements dans des fonds de couverture payés d'avance	—	815 850
Montant à recevoir au titre de rachats de fonds de couverture ..	485 630	836 935
Autres	7 664	—
	<u>80 635 456</u>	<u>85 856 477</u>
Passif		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	43 167 \$	39 441 \$
Frais de gestion à payer (note 7)	199 571	225 338
Intérêts et commissions de garantie à verser	28 724	41 333
Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 4)	603 183	267 879
Distributions à verser	9 145 830	1 339 132
Emprunt bancaire (note 5)	12 578 644	16 289 420
Fonds de couverture vendus d'avance	4 258 720	—
Autres	—	2 979
	<u>26 857 839</u>	<u>18 205 522</u>
Actif net	<u>53 777 617 \$</u>	<u>67 650 955 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 6)		
Capital social	98 502 805	102 443 133
Surplus d'apport	14 256 371	13 017 870
Bénéfices non répartis (déficit)	(58 981 559)	(47 810 048)
	<u>53 777 617 \$</u>	<u>67 650 955 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 6)	<u>4 572 915</u>	<u>4 782 615</u>
Valeur liquidative par part	<u>11,76 \$</u>	<u>14,15 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs

Par: Par: 

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2007	2006
Revenu de placement		
Revenu d'intérêts	247 799 \$	235 796 \$
Autre revenu	1 824	16 537
	<u>249 623</u>	<u>252 333</u>
Charges		
Frais de gestion (note 7)	875 781 \$	927 729 \$
Honoraires de vérification	70 886	52 460
Honoraires du comité consultatif	15 283	10 149
Droits de garde	13 590	15 034
Frais juridiques	—	7 676
Frais d'information aux porteurs de titres	84 239	108 259
Intérêts et commissions de garantie (note 5)	858 494	851 936
Coûts de transactions	22 755	33 638
	<u>1 941 028</u>	<u>2 006 881</u>
Perte nette de placement	<u>(1 691 405)</u>	<u>(1 754 548)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net réalisé (perte) sur :		
Placements dans des fonds de couverture	622 265 \$	(843 715) \$
Contrats à terme sur devises (note 4)	11 308 531	1 257 230
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Placements dans des fonds de couverture	(9 056 966)	8 766 335
Contrats à terme sur devises (note 4)	(335 304)	(402 311)
Gain net réalisé (perte) sur devises, hors placements en fonds de couverture	<u>1 251 965</u>	<u>(527 486)</u>
Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour l'exercice	<u>3 790 491</u>	<u>8 250 053</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	<u>2 099 086 \$</u>	<u>6 495 505 \$</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités, par part pour l'exercice*	<u>0,45 \$</u>	<u>1,32 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice (4 715 269 en 2007 et 4 927 782 en 2006).

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2007	2006
Actif net au début de l'exercice	67 650 955 \$	71 507 578 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	2 099 086	6 495 505
Opérations sur parts (note 6)		
Valeur liquidative des parts réinvesties à la distribution	—	—
Émission (annulation) de parts	(2 701 827)	(4 759 766)
	<u>(2 701 827)</u>	<u>(4 759 766)</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 8)		
Remboursement de capital	(5 386 622)	(5 393 646)
Revenu net	(7 883 975)	(198 716)
	<u>(13 270 597)</u>	<u>(5 592 362)</u>
Actif net à la fin de l'exercice	<u>53 777 617 \$</u>	<u>67 650 955 \$</u>

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

	Exercices terminés les	
	31 décembre	
	2007	2006
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités	2 099 086 \$	6 495 505 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fonds de couverture	9 056 966	(8 766 335)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises	335 304	402 311
Perte nette réalisée (gain) sur les placements dans des fonds de couverture	(622 265)	843 715
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement:		
Variation des créditeurs et autres actifs	(45 293)	48 598
Achat de placements dans des fonds de couverture	(3 986 845)	(17 055 144)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture	18 693 064	21 241 386
Variation des sommes cédées en garantie des contrats à terme	(418 172)	(232 573)
	<u>25 111 845</u>	<u>2 977 463</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
(Remboursements) retraits sur le prêt bancaire	(3 710 776)	629 074
Distributions versées	(5 463 899)	(5 695 235)
Rachat de parts	(2 701 827)	(4 759 766)
	<u>(11 876 502)</u>	<u>(9 825 927)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	13 235 343	(6 848 464)
Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice	1 831 019	8 679 483
Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice	<u>15 066 362 \$</u>	<u>1 831 019 \$</u>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	830 914 \$	865 852 \$

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements
31 décembre 2007

	<u>Date d'échéance</u>	<u>Valeur nominale</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
Placements dans des fonds de couverture*					
Activiste			1 486 652 \$	1 705 001 \$	3,17 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières			6 993 690	8 164 189	15,18 %
Arbitrage sur titres en difficulté			7 723 252	10 299 791	19,15 %
Arbitrage de produits de taux			3 610 892	3 459 306	6,43 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires			8 163 181	8 043 885	14,96 %
Multistratégie			11 019 524	12 128 061	22,55 %
Arbitrage de réassurance			2 175 915	3 060 925	5,69 %
Arbitrage sur financement structuré			8 921 660	9 270 327	17,24 %
Arbitrage statistique			9 336 496	7 371 132	13,71 %
Placements dans des fonds de couverture					
			59 431 262	63 502 617	118,08 %
Trésorerie					
			5 355 091 \$	5 355 091 \$	9,96 %
Bons du trésor**					
Obligations du Canada (note 4)		1 633 291	1 602 674	1 573 183	2,93 %
Acceptations bancaires					
Banque de Nouvelle-Écosse	29 janvier 2008	2 700 000	2 690 442	2 690 145	5,00 %
Banque Toronto Dominion	8 janvier 2008	499 800	497 376	494 705	0,92 %
Banque Toronto Dominion	15 janvier 2008	407 540	405 775	395 419	0,74 %
Banque Toronto Dominion	22 janvier 2008	1 503 675	1 496 984	1 481 529	2,75 %
Banque Toronto Dominion	29 janvier 2008	981 000	976 762	986 825	1,84 %
Banque de Montréal	4 janvier 2008	3 769 845	3 758 473	3 662 648	6,81 %
Trésorerie et placements à court terme					
			16 783 577	16 639 545	30,95 %
Total des placements					
			76 214 839 \$	80 142 162 \$	149,03 %
Autres éléments d'actif net					
				(26 364 545)	(49,03)%
Actif net et capitaux propres					
				53 777 617 \$	100,00 %

* Ces placements sont libellés en dollars américains et ont été convertis en dollars canadiens au taux en cours à la fin de la période.

** Les rendements des placements à court terme détenus au 31 décembre 2007 se situent entre 3,64 % et 4,50 %.

Annexe 1 – Contrats à terme sur devises

	<u>Cours acheteur</u>	<u>Valeur notionnelle</u>	<u>Somme à recevoir (à payer) au règlement</u>
603 mars 2008			
Contrat à terme sur le dollar canadien	<u>100,99 \$</u>	<u>60 896 970 USD</u>	<u>(603 183) CAD</u>
		<u>60 312 359 CAD</u>	

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2007 et 2006

1. Établissement et activités du Fonds

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juillet 1997 et modifiée le 17 août 1999 (la « convention de fiducie »). La convention de fiducie a été modifiée de nouveau à la suite de l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts qui s'est tenue le 19 avril 2004. RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») agit en qualité de fiduciaire. La Fiducie est entrée en activité le 30 juillet 1997 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN. La Fiducie sera dissoute le 31 décembre 2009 ou vers cette date, et l'actif net sera réparti au prorata entre les porteurs de parts à moins d'une prorogation approuvée à la majorité des deux tiers des voix des porteurs de parts à une assemblée convoquée dans ce but. La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc., connue alors sous le nom de Newcastle Fund Management Inc. (la « société de gestion »), en vertu d'un contrat de gestion daté du 18 juillet 1997.

Afin d'obtenir un rendement couvert en dollars canadiens, les actifs de la Fiducie sont investis dans de la trésorerie et des placements à court terme ainsi que dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre et dans des contrats à terme sur devises.

2. Principales conventions comptables

Ces états financiers sont préparés selon les principes comptables généralement reconnus du Canada (« PCGR »).

Adoption de nouvelles normes comptables

Le 1^{er} avril 2005, l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA ») a publié le chapitre 3855, « Instruments financiers – comptabilisation et évaluation », du Manuel de l'ICCA – comptabilité (le « chapitre 3855 ») qui établit les normes relatives à l'évaluation des placements à la juste valeur et au traitement comptable des frais de transaction. Les recommandations du chapitre 3855 s'appliquent aux exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2006.

La nouvelle norme a été appliquée de manière prospective (sans retraitement des périodes précédentes). Aucun ajustement n'a été apporté aux états financiers.

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par Fonds dans le cadre de l'application du chapitre 3855 :

a) **Trésorerie et placements à court terme**

La trésorerie et les placements à court terme, y compris les placements à court terme détenus à titre de marge, sont composés de dépôts dans des comptes à intérêt chez RBC Dexia, de dépôts auprès des courtiers en contrats à terme et de placements à court terme dont l'échéance est de moins de 90 jours au moment de l'achat. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur d'instruments du même type à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

b) **Placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre**

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

Les placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre sont évalués à la valeur liquidative déclarée définitive présentée par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur déclarée provisoire la plus récente déterminée selon les rendements préliminaires présentés par ces mêmes gestionnaires ou entités. Afin d'établir la valeur liquidative déclarée provisoire ou définitive, certains fonds de couverture peuvent être obligés de formuler des estimations et des hypothèses qui touchent les montants présentés. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme un gain ou une perte non réalisé sur les placements dans des fonds de couverture. Le calcul des gains et des pertes réalisés et non réalisés est fondé sur le coût moyen.

c) **Couverture des devises**

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

À la conclusion d'un contrat à terme, la Fiducie est tenue de remettre à un courtier un « dépôt de garantie », calculé selon un certain montant par contrat. Des versements ultérieurs correspondant à la marge de

variation sont effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur du contrat. Ces variations quotidiennes sont comptabilisées à l'état des résultats à titre de gains ou de pertes. Le montant à payer ou à recevoir à la liquidation des contrats à terme standardisés correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie verse ou reçoit à la date d'évaluation.

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

d) Conversion des devises

L'actif et le passif libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la fin de la période. Au cours de la période, 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.

e) Utilisation d'estimations

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

f) Coûts de transactions

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

3. Placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre

Dans le cadre de sa stratégie de placement, la Fiducie investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.

Les fonds de couverture à stratégie neutre qui font partie du portefeuille de la Fiducie sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, essentiellement les îles Caïmans, les Bermudes, les îles Vierges britanniques et les Bahamas. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants qu'ils rémunèrent. Cette rémunération comprend des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent en général entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement fixée en général à 20 % du revenu net gagné au-delà d'un seuil préétabli. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre n'est pas calculée ni présentée séparément par la Fiducie, mais incluse dans l'évaluation de chaque fonds. Les modalités de rachat des fonds de couverture à stratégie neutre varient, les préavis allant de 30 à 180 jours, et elles peuvent comprendre des dispositions de blocage et de limitation.

La société de gestion du Fonds peut parfois, dans des circonstances très précises, affecter les sommes destinées à l'achat ou le produit de la vente de certains fonds de couverture à d'autres instruments de placement conseillés par Northwater Capital Management Inc. Ces opérations sont effectuées à la valeur liquidative nette publiée mensuellement par le fonds de couverture.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture par stratégie au 31 décembre 2007 et au 31 décembre 2006. Les fonds multistratégie n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2007			31 décembre 2006		
	Nbre de fonds	Juste valeur		Nbre de fonds	Juste valeur	
Activiste	1	1 705 001 \$	3 %	1	2 512 588 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières ..	4	8 164 189	13 %	5	10 060 961	12 %
Arbitrage sur structure du capital	—	—	—	1	450 256	1 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6	10 299 791	16 %	6	13 819 434	17 %
Arbitrage de produits de taux	3	3 459 306	5 %	2	2 571 727	3 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	1 284 879	2 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	8 043 885	12 %	4	10 362 344	13 %
Multistratégie	6	12 128 061	19 %	7	16 158 899	20 %
Arbitrage de réassurance ...	2	3 060 925	5 %	2	5 520 794	7 %
Arbitrage statistique	5	7 371 132	12 %	4	5 608 982	7 %
Arbitrage sur financement structuré	6	9 270 327	15 %	7	12 866 799	15 %
	<u>37</u>	<u>63 502 617 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>40</u>	<u>81 217 662 \$</u>	<u>100 %</u>

Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2007 et 2006. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.

Total de l'actif de chaque fonds de couverture (en millions de dollars US)	2007	2006
< 100	0	2
100 – 250	2	6
250 – 500	0	9
500 – 750	3	6
750 – 1 000	1	3
> 1 000	<u>31</u>	<u>14</u>
	<u>37</u>	<u>40</u>

Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2007 et 2006. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.

<u>Années écoulées</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
< 3	4	10
3 – 6	14	23
6 – 9	11	3
9 – 12	3	1
12 – 15	3	2
> 15	<u>2</u>	<u>1</u>
	<u>37</u>	<u>40</u>

Le graphique ci-après présente le nombre de fonds de couverture, classés par domiciliation, détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2007 et 2006.

<u>Domiciliation</u>	<u>2007</u>	<u>2006</u>
Îles Caïmans	33	37
Îles Vierges britanniques	2	2
Bermudes	2	1
Bahamas	<u>0</u>	<u>0</u>
	<u>37</u>	<u>40</u>

4. Contrats à terme standardisés

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

Au 31 décembre 2007, des placements à court terme d'une valeur nominale de 1 600 000 USD (1 633 291 CAD) (1 000 000 USD au 31 décembre 2006; 1 151 819 CAD) ont été déposés en garantie relativement à des contrats à terme sur devises.

5. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Aux termes de la facilité, la Fiducie peut emprunter des fonds en dollars canadiens ou en dollars américains jusqu'à concurrence de 25 % de sa valeur liquidative déclarée en vue d'effectuer des placements supplémentaires. De plus, la Fiducie peut emprunter temporairement un montant correspondant à au plus 10 % de la valeur liquidative déclarée 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. L'évaluation des plafonds d'emprunt pour les emprunts en dollars américains est réalisée en convertissant ces emprunts en dollars canadiens au taux de change de référence de la banque. Les intérêts et les commissions de non-utilisation sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont fondés sur le taux préférentiel ou sur le taux des acceptations bancaires, ou sur les deux, pour les fonds en dollars canadiens, et sur le taux préférentiel ou sur le TIOL, ou sur les deux, pour les fonds en dollars américains. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque. Les encours comptabilisés à la fin des exercices à l'étude étaient libellés en dollars américains.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, l'encours de l'emprunt bancaire a fluctué entre 12 700 569 USD et 13 977 483 USD (il a varié entre 13 318 180 USD et 14 318 732 USD au cours de l'exercice 2006). Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour le semestre s'est établi à 5,92 %.

6. Capitaux propres

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

Le 24 août 2007, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto (la « Bourse ») un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 467 051 parts durant la période allant du 30 août 2007 au 29 août 2008, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a acheté, aux fins d'annulation, 209 700 parts pour un coût de 2 701 827 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007 (367 400 parts, pour 4 759 766 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007, aucune part n'a été émise en vertu de ce régime, tandis que 37 815 parts ont été achetées sur le marché (aucune part n'a été émise et 14 939 parts ont été achetées sur le marché pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

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

Exercice terminé le 31 décembre 2007	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Déficit	Capitaux propres
Solde au					
31 décembre 2006 ...	4 782 615	102 443 133 \$	13 017 870 \$	(47 810 048) \$	67 650 955 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour					
l'exercice	—	—	—	2 099 086	2 099 086
Parts émises au cours de					
l'exercice	—	—	—	—	—
Parts annulées au cours de					
l'exercice	(209 700)	(3 940 328)	1 238 501	—	(2 701 827)
Distributions	—	—	—	(13 270 597)	(13 270 597)
Solde au					
31 décembre 2007 ...	<u>4 572 915</u>	<u>98 502 805 \$</u>	<u>14 256 371 \$</u>	<u>(58 981 559) \$</u>	<u>53 777 617 \$</u>
Exercice terminé le					
31 décembre 2006	Parts en	Capital	Surplus	Déficit	Capitaux
	circulation	social	d'apport		propres
Solde au					
31 décembre 2005 ...	5 150 015 \$	109 341 400 \$	10 879 369 \$	(48 713 191) \$	71 507 578 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour					
l'exercice	—	—	—	6 495 505	6 495 505
Parts annulées au cours de					
l'exercice	(364 400)	(6 898 267)	2 138 501	—	(4 759 766)
Distributions	—	—	—	(5 592 362)	(5 592 362)
Solde au					
31 décembre 2006 ...	<u>4 782 615 \$</u>	<u>102 443 133 \$</u>	<u>13 017 870 \$</u>	<u>(47 810 048) \$</u>	<u>(67 650 955) \$</u>

7. Frais de gestion

Northwater Fund Management Inc., la société de gestion, assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion du portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de

chaque mois et payés trimestriellement, à terme échu. La société de gestion verse une partie de ses honoraires au conseiller en placement, en contrepartie de ses services à la Fiducie.

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

8. Distributions

La Fiducie verse aux porteurs de parts des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative déclarée par part, établie à la fin du mois précédant le trimestre civil.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie a déclaré des distributions de 2,87 \$ par part, soit 13 270 597 \$ au total, (1,14 \$ par part, soit 5 592 362 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Les porteurs de parts ont le choix de recevoir des distributions au comptant ou sous forme de parts supplémentaires en vertu du régime de réinvestissement des distributions.

9. Impôts sur les bénéficiaires

Au 31 décembre 2007, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu*

(Canada) (la « Loi de l'impôt »). Étant donné que la totalité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris le montant net des gains réalisés 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 versée ou à verser aux porteurs de parts au cours de chaque année civile, la Fiducie n'aura pas à payer d'impôt sur le revenu en vertu des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence.

Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2007, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital (aucun en 2006) et de 2 716 191 \$ de pertes en capital (8 758 000 \$ en 2006).

10. Indemnités

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

1. En priorité devant tout droit de la société de gestion ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que la société de gestion, relativement à toute obligation et à tous frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit.
2. Une indemnité payable à certains des fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi et aux entités chargées de leur administration relativement à des obligations qui peuvent être contractées dans le cas où la Fiducie, en signant une convention de souscription relative à un placement dans ces fonds de couverture, ferait, dans ladite convention de souscription, une déclaration fautive ou trompeuse qui se traduirait par des pertes ou des dommages pour ces fonds de couverture ou les entités chargées de leur administration.

3. Une indemnité payable au courtier de contrats à terme de la Fiducie relativement à toute perte et à tous les frais et frais juridiques qui peuvent être raisonnablement contractés par le courtier dans la négociation de contrats à terme de la Fiducie.
4. Une indemnité payable à la société de gestion de la Fiducie à l'égard de toute réclamation et de tous les frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'exécution de ses responsabilités et à l'égard de tous les autres frais, charges ou dépenses liés aux activités de la Fiducie que la société de gestion peut payer ou engager.
5. Une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fausse ou trompeuse faite par la Fiducie ou à toute défaillance volontaire causée par celle-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs de la Fiducie et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les vérificateurs de la Fiducie concernant les services offerts à la Fiducie par ses vérificateurs, sauf si une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs de la Fiducie.
6. Une indemnité payable à son démarcheur pour l'assemblée des porteurs de parts de la Fiducie du 19 avril 2004 à l'égard des pertes, charges, réclamations, poursuites, dommages et obligations découlant de poursuites, d'actions en justice, de procédures judiciaires, d'enquêtes ou de réclamations intentées par toute personne, qui découleraient de cet engagement ou qui seraient fondées, directement ou indirectement, sur celui-ci.

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

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

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

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 14,1 milliards CAD, dont 4,8 milliards USD en fonds de couverture au 31 décembre 2007. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

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

Northwater agit à titre de conseiller en placement de Northwater Market-Neutral Trust et également des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Five-Year Market-Neutral Trust, lancée en 2004.
- Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus}, lancée en 2005.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

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

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

CONSEILLERS JURIDIQUES

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

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l.
Suite 3000, Box 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto, Ontario M5K 1G8

AGENT RESPONSABLE DU RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

CIBC Mellon Trust Company
P.O. Box 7101
Adelaide Street Postal Station
Toronto, Ontario M5C 2W9
Service téléphonique : 1-800-387-0825

POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC:

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

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

Symbol TSE : NMN.UN

Also available in English

