

**NORTHWATER**

**Northwater Market-Neutral Trust  
Rapport annuel  
31 décembre 2008**





## 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 2008, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

## TABLE DES MATIÈRES

|  |    |
|--|----|
| Message du conseiller en placement aux porteurs de parts . . . . . | 2  |
| Rapport de la direction sur le rendement du Fonds . . . . .        | 4  |
| Rapport du comité d'examen indépendant . . . . .                   | 22 |
| Responsabilité de la direction . . . . .                           | 27 |
| Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts . . . . .          | 28 |
| États financiers vérifiés . . . . .                                | 29 |
| Northwater Capital Management Inc. . . . .                         | 53 |

**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 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 7,40 \$. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions, s'établit à -31,23 %. Comparativement, l'indice obligataire universel DEX a enregistré un rendement de 6,41 % sur la même période, l'indice composé S&P/TSX, un rendement de -33,00 % et l'indice S&P 500, un rendement de -37,00 % en dollars américains, soit une perte de 21,20 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 0,85 \$ par part au cours de la période.

Globalement, le rendement de la Fiducie en 2008 a été décevant, que l'on considère le rendement absolu ou l'absence de neutralité par rapport aux rendements des autres catégories d'actifs. Toutes les catégories d'actifs ont souffert de l'inquiétude grandissante à l'égard du système financier mondial. Les placements de la Fiducie dans des fonds de couverture n'ont pas été épargnés.

La crise du crédit apparue tout d'abord sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis au cours du dernier trimestre de 2007 a gagné l'ensemble des marchés en 2008. Les marchés du crédit se sont contractés, les banques ont réduit le volume des prêts interbancaires et la spirale de désendettement qui s'en est suivie a nui à tous les acteurs du marché, y compris les fonds de couverture. Les stratégies fondées sur la normalisation des écarts historiques ont subi de plein fouet l'élargissement des écarts, tandis que le prix du levier financier et son accessibilité ont nui aux fondamentaux de certaines activités rentables par ailleurs. L'incertitude en matière de réglementation s'est aggravée au milieu de 2008, de nouvelles règles en matière de vente à découvert ayant réduit la capacité de certains fonds à se couvrir suffisamment sur les marchés boursiers. La faillite de Lehman Brothers, puis le sauvetage d'AIG, ont ajouté à l'incertitude qui régnait sur le marché au début du dernier trimestre de 2008. L'augmentation des écarts sur les marchés du crédit, combinée aux pressions de nature technique s'exerçant sur les cours et à la volatilité accrue des instruments de couverture, explique les rendements extrêmement volatils et souvent négatifs des fonds de couverture détenus par la Fiducie. Alors que les gestionnaires des fonds de couverture réduisaient le risque auquel étaient exposés leurs portefeuilles, les investisseurs ont exigé vers la fin de l'année, de la part de ces mêmes gestionnaires, un rendement du capital supérieur, ce qui a accru la pression exercée sur les placements sous-jacents.

Malgré l'amélioration des perspectives du marché pour de nombreuses stratégies de couverture, la Fiducie procède de façon ordonnée à la liquidation de son portefeuille, en vue de la cessation de ses activités le 31 décembre 2009, conformément à son prospectus. Par conséquent, nous faisons tout pour générer des liquidités et des remboursements de capital pour ses porteurs de parts.

Étant donné les conditions du marché actuelles, la société de gestion prévoit que, en raison des contraintes en matière de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable que l'existence de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue à l'origine le 31 décembre 2009.

Le 31 janvier 2009, environ 52 % de l'actif de la Fiducie étaient exposés aux mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements dont le conseiller en placement disposait le 31 décembre 2008, la société de gestion prévoit qu'environ 37 % de l'actif de la Fiducie (répartis sur 18 fonds de couverture) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 31 décembre 2009, date de la liquidation du Fonds.



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



DAVID S. FINCH, CFA  
Administrateur délégué et directeur des  
placements  
Northwater Capital Management Inc.

Le 23 mars 2009

## 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 2008, mais non les états financiers complets de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers de la Fiducie 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, Brookfield Place, Bay Wellington Tower, 181 Bay Street, P.O. Box 794, Toronto, Ontario, M5J 2T3. On peut également obtenir ces renseignements sur notre site à l'adresse [www.northwatercapital.com](http://www.northwatercapital.com) ou sur le site de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

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 informatiques, 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

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

Toujours en décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 1535 du *Manuel de l'ICCA*, « Informations à fournir concernant le capital » (le « chapitre 1535 »), lequel établit des normes relativement à la présentation d'informations sur le capital d'une entité et la façon dont l'entité gère ce capital.

Les exigences des chapitres 3862, 3863 et 1535 s'appliquent aux états financiers annuels des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

## Objectifs de placement et stratégies

### *Objectifs de placement*

Les objectifs de placement de la Fiducie consistent en l'appréciation constante de l'actif net et la capacité de verser régulièrement des distributions aux porteurs de parts, tout en maintenant une faible volatilité et un rendement non tributaire de l'évolution des marchés des actions et des titres à revenu fixe.

### *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*

Pendant toute la durée de l'exercice, la Fiducie a mis en œuvre sa stratégie et poursuivi ses objectifs de placement en instaurant un processus de gestion des placements continu. 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 processus de gestion des placements consiste en la sélection et la surveillance continue des fonds de couverture dans lesquels le Fonds investit, ce qui comprend notamment : une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des

gestionnaires de fonds de couverture, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du secteur; un contrôle diligent rigoureux sur les placements et les activités; la constitution d'un portefeuille modèle diversifié faisant appel à différentes techniques de constitution de portefeuille, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs, ainsi que l'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de stratégies neutres et de stratégies sur instruments dérivés très complexes.

Le conseiller en placement 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 est autorisée à recourir au levier financier pour maximiser le rendement de ses placements. Elle peut emprunter jusqu'à 25 % de sa valeur liquidative publiée aux fins des opérations 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 2008 pour maintenir ses placements s'établissait à 22,59 % (23,39 % au 31 décembre 2007).

À mesure que la Fiducie continue de dénouer les positions de son portefeuille à l'approche de la date de sa liquidation, le 31 décembre 2009, le levier financier devrait diminuer considérablement.

## Risques

Les tableaux qui suivent présentent le profil de risque de la Fiducie et des placements qu'elle détient dans des fonds de couverture depuis son lancement et pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

| <b>Statistiques de la Fiducie</b>            | <b>Depuis le<br/>lancement<br/>jusqu'au<br/>31 décembre 2008</b> | <b>Depuis le<br/>lancement<br/>jusqu'au<br/>31 décembre 2007</b> |
|--|--|--|
| Nombre de rendements mensuels positifs ..... | 96   | 94   |
| Nombre de rendements mensuels négatifs ..... | 41   | 31   |
| Pourcentage des mois négatifs .....          | 29,9 %   | 24,8 %   |
| Rendement moyen des mois négatifs .....      | (1,72)%  | (1,05)%  |
| Rendement mensuel le plus bas .....          | (12,53)%   | (11,78)%   |

| <b>Statistiques des fonds de couverture</b>  | <b>Exercices<br/>terminés les<br/>31 décembre</b> |             |
|--|---|-------------|
|  | <b>2008</b>                                       | <b>2007</b> |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>1) 2)</sup> ..... | 6   | 26          |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>1) 2)</sup> ..... | 19  | 8           |
| Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>2) 3)</sup> .....                 | 15,87 %   | 7,19 %      |
| Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>2) 4)</sup> .....               | 0,41  | 0,24        |

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2008 et 2007 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.
- 3) L'écart type mesure la dispersion des rendements autour d'une moyenne (le rendement moyen). Un écart type faible représente un risque peu élevé que les rendements obtenus s'éloignent de façon importante de la moyenne.
- 4) La corrélation indique dans quelle mesure des variables (par exemple, les rendements de deux fonds de couverture) évoluent de la même façon.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008. Toutefois, le secteur des fonds de couverture, comme d'autres secteurs, a souffert des turbulences qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement.

La modification des caractéristiques de risque de la Fiducie est le reflet de l'importante tension qui a pesé sur l'ensemble du système financier en 2008. Les rendements mensuels de la Fiducie ont suivi en 2008 une tendance inhabituellement négative et la Fiducie a enregistré son rendement mensuel le plus bas depuis son établissement.

Comme le montre le tableau des statistiques des fonds de couverture ci-dessus, la diversification des gestionnaires n'a pas suffi à éviter les effets dévastateurs de la vague de désendettement qui a envahi tout le secteur. La volatilité des rendements obtenus par les gestionnaires des fonds sous-jacents (exprimée par l'écart type) a grimpé à 15,87 %, comparativement à 7,19 % en 2007.

Le degré de similitude entre les rendements des gestionnaires (corrélation moyenne entre les fonds de couverture), particulièrement faible et stable par le passé, a fortement augmenté en 2008, ce qui traduit le fait que l'ensemble des marchés financiers connaissent actuellement des difficultés.

Un grand nombre de stratégies utilisées par les fonds de couverture sont fondées sur l'existence de marchés fonctionnels permettant notamment aux gestionnaires de prendre des positions à découvert. Les fonds de couverture ont subi des pertes non seulement en raison de la tension exercée sur les marchés, et de la difficulté à soutenir des positions à découvert, mais aussi par suite du gel des liquidités qui a paralysé de nombreux marchés. Certains gestionnaires n'ont pas été en mesure de vendre des actifs afin d'éviter des pertes additionnelles ou de financer le rachat de parts. La pénurie persistante de liquidités a conduit de nombreux fonds de couverture sous-jacents détenus par la Fiducie à faire jouer diverses restrictions sur les rachats de parts, notamment la limitation des rachats à un pourcentage maximum de la valeur liquidative totale du fonds, la suspension temporaire des rachats ou une liquidation contrôlée des positions en vue d'une cessation des activités du fonds.

Étant donné les conditions du marché actuelles, la société de gestion prévoit que, en raison des contraintes en matière de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable que l'existence de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue à l'origine le 31 décembre 2009.

Au 31 janvier 2009, environ 52 % de l'actif de la Fiducie étaient exposés aux mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements dont elle dispose, la société de gestion prévoit qu'environ 37% de l'actif de la Fiducie (répartis sur 18 fonds de couverture) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 31 décembre 2009, date de la liquidation de la Fiducie.

Le 31 décembre 2008, la société de gestion avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents, en prévision de la date de liquidation fixée pour la Fiducie.

Le tableau suivant présente le calendrier prévu pour le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents :

**Règlement des rachats prévus en 2009, classés selon le statut des fonds visés :**

|  | <b>Montant (\$)</b> | <b>% du total du<br/>fonds de<br/>couverture<br/>détenu</b> |
|--|---------------------|---|
| Rachats soumis à restrictions <sup>1) 2)</sup> ..... | 3 928 478           | 15 %  |
| En liquidation .....                                 | 1 961 069           | 7 %   |
| Cours normal des activités .....                     | <u>8 688 618</u>    | <u>32 %</u>   |
|  | <u>14 578 165</u>   | <u>54 %</u>   |

**Règlement des rachats prévus après 2009, classés selon le statut des fonds visés :**

|   | <b>Montant (\$)</b> | <b>% du total du<br/>fonds de<br/>couverture<br/>détenu</b> |
|---|---------------------|---|
| Rachats soumis à restrictions <sup>1)</sup> ..... | 8 177 833           | 30 %  |
| En liquidation .....                              | 4 088 543           | 16 %  |
|   | <u>12 266 376</u>   | <u>46 %</u>   |

- 1) La catégorie des rachats soumis à restrictions correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.
- 2) Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, la société de gestion prévoit que le règlement aura lieu en 2009.

Le prospectus de la Fiducie comporte une description détaillée des risques que représente un investissement dans la Fiducie. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

Comme nous l'avons dit plus haut, le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture affectera le calendrier de versement des distributions aux porteurs de parts.

## Résultats

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a affiché une perte de -31,23 % (3,42 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007), compte tenu des distributions versées au cours de la période. Les distributions versées au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 totalisent 3 694 732 \$, ou 0,85 \$ par part (13 270 597 \$ ou 2,87 \$ par part pour l'exercice

terminé le 31 décembre 2007). La plus importante contribution au rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 provient de la stratégie d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, tandis que la stratégie d'arbitrage des produits de taux a été la moins rentable.

En 2008, aucune stratégie de fonds sous-jacent n'a produit des résultats conformes aux attentes à long terme de la société de gestion.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

| <u>Stratégie</u>  | <u>Exercices terminés<br/>les 31 décembre</u> |             |
|---|---|-------------|
|   | <u>2008</u>                                   | <u>2007</u> |
| Activiste .....   | (35,34)%                                      | 6,09 %      |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....    | 0,61 %  | 10,05 %     |
| Arbitrage sur titres en difficulté .....                        | (22,55)%                                      | 16,51 %     |
| Arbitrage de produits de taux .....                             | (54,01)%                                      | 2,24 %      |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ..... | (33,71)%                                      | (0,90)%     |
| Arbitrage de réassurance .....                                  | (1,88)%                                       | 14,17 %     |
| Arbitrage statistique .....                                     | (10,93)%                                      | (8,45)%     |
| Arbitrage sur financement structuré .....                       | (59,36)%                                      | 5,07 %      |
| Multistratégie .....  | (38,96)%                                      | 8,68 %      |

À mesure que la crise gagnait l'ensemble des marchés, on assistait à une baisse du rendement des fonds de couverture pour presque toutes les stratégies de placement. Les stratégies fondées sur la normalisation des écarts historiques ont subi de plein fouet la constante augmentation des écarts, tandis que le coût du levier financier et son accessibilité nuisaient aux fondamentaux de certains fonds rentables par ailleurs. L'incertitude en matière de réglementation s'est aggravée au milieu de 2008, de nouvelles règles en matière de vente à découvert ayant réduit la capacité de certains fonds à se couvrir suffisamment sur les marchés boursiers. Alors que les gestionnaires de fonds de couverture réduisaient le risque auquel étaient exposés leurs portefeuilles, les investisseurs ont exigé vers la fin de l'année, de la part de ces mêmes gestionnaires, un rendement du capital supérieur, ce qui a accru la pression exercée sur les placements sous-jacents des fonds de couverture.

Les rendements obtenus par certains gestionnaires pratiquant l'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières ont été suffisants pour générer un rendement global légèrement positif pour l'exercice. Cependant, les rendements obtenus par les gestionnaires pratiquant l'arbitrage sur titre adossés à des créances hypothécaires représentent mieux la volatilité et le manque de liquidité accrus qui ont marqué les marchés hypothécaires.

Les stratégies d'arbitrage de produit de taux et d'arbitrage de financement structuré ont été les moins rentables, ayant souffert de la dislocation du marché du crédit. La radiation complète d'un fonds de couverture du financement d'opérations commerciales, victime de la fraude de Petter révélée aux États-Unis par une enquête du FBI rendue publique en septembre 2008, a également nuï à la stratégie d'arbitrage de financement structuré. La perte s'élève à 2 047 337 \$.

La stratégie activiste s'est montrée inefficace, car les opérations de couverture effectuées par le gestionnaire du fonds de couverture sous-jacent n'ont pas suffi à compenser les effets de la baisse des marchés boursiers.

Les gestionnaires pratiquant des stratégies multiples, qui ont réussi par le passé à recueillir les fruits de la diversification stratégique, ont dû composer avec les évolutions techniques du marché et, par la suite, avec les pressions des demandes de rachats des investisseurs, combinaison qui a mené à un rendement négatif.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les emprunts de la Fiducie au titre de sa facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne ont varié entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$. (Ils avaient fluctué entre 12 578 644 \$ et 13 843 999 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007.) Au 31 décembre 2008, le levier financier s'établissait à 23,59 % (23,39 % au 31 décembre 2007). En 2008, le levier financier a contribué au rendement négatif de la Fiducie.

La Fiducie a pu se prévaloir de son programme de rachat et d'annulation. Elle a racheté 398 500 parts aux fins d'annulation pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008 pour un montant total en trésorerie de 3 892 171 \$ (209 700 parts pour un montant total en trésorerie de 2 701 827 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007), 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 2008 dans une proportion de 0,90 % (contribution de 0,36 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

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

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 2008, la Fiducie détenait des placements dans 25 fonds de couverture (37 au 31 décembre 2007) gérés par 24 gestionnaires (34 au 31 décembre 2007), 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 présentent 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 2008, la Fiducie n'a pas effectué de nouveau placement et a demandé le rachat de ses parts sur douze fonds de couverture, soit trois fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières, deux fonds multistratégie, deux fonds d'arbitrage du financement structuré, deux fonds d'arbitrage statistique, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires et un fonds d'arbitrage de réassurance); pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, la Fiducie avait investi dans quatre nouveaux fonds de couverture et avait demandé le rachat de ses parts sur sept fonds de couverture.

La composition du portefeuille à la fin de l'exercice reflète les actions prises par les gestionnaires en vue de la liquidation du portefeuille de fonds de couverture. Comme aucun nouveau fonds n'a été ajouté au portefeuille, les modifications de la répartition de l'actif découlent des fluctuations du marché et des opérations de liquidation effectuées par certains gestionnaires. Les demandes de rachat des fonds de couvertures restants ont été déposées en vue de la cessation des activités de la Fiducie le 31 décembre 2009.

## Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

| Stratégie   | 31 décembre 2008 |                      |              | 31 décembre 2007 |                      |             |
|---|------------------|----------------------|--------------|------------------|----------------------|-------------|
|   | Nbre de fonds    | Juste valeur         |              | Nbre de fonds    | Juste valeur         |             |
| Activiste   | 1                | 1 351 261 \$         | 5 %          | 1                | 1 705 001 \$         | 3%          |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières    | 3                | 5 790 168            | 22 %         | 4                | 8 164 189            | 13%         |
| Arbitrage sur titres en difficulté                        | 2                | 2 869 818            | 11 %         | 6                | 10 299 791           | 16%         |
| Arbitrage de produits de taux                             | 3                | 1 402 414            | 5 %          | 3                | 3 459 306            | 5%          |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 3                | 3 313 968            | 12 %         | 4                | 8 043 885            | 12%         |
| Multistratégie  | 4                | 4 236 603            | 16 %         | 6                | 12 128 061           | 19%         |
| Arbitrage de réassurance                                  | 2                | 1 048 106            | 4 %          | 2                | 3 060 925            | 5%          |
| Arbitrage statistique                                     | 3                | 3 783 424            | 14 %         | 5                | 7 371 132            | 12%         |
| Arbitrage sur financement structuré                       | 4                | 3 048 779            | 11 %         | 6                | 9 270 327            | 15%         |
|   | <u>25</u>        | <u>26 844 541 \$</u> | <u>100 %</u> | <u>37</u>        | <u>63 502 617 \$</u> | <u>100%</u> |

Le tableau qui suit présente le plus important placement dans chaque stratégie de gestion de fonds de couverture, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007.

| Stratégie   | 31 décembre 2008 | 31 décembre 2007 |
|---|------------------|------------------|
| Activiste   | 4,37 %           | 3,17 %           |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières    | 10,52 %          | 6,66 %           |
| Arbitrage sur titres en difficulté                        | 8,09 %           | 4,85 %           |
| Arbitrage de produits de taux                             | 2,44 %           | 2,31 %           |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 5,37 %           | 5,67 %           |
| Multistratégie  | 3,80 %           | 4,95 %           |
| Arbitrage de réassurance                                  | 2,21 %           | 4,66 %           |
| Arbitrage statistique                                     | 6,34 %           | 3,98 %           |
| Arbitrage sur financement structuré                       | 5,52 %           | 5,94 %           |

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, l'ensemble des fonds de couverture au 31 décembre 2008. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de l'exercice. 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.

| <b>Placements dans des fonds de couverture</b> | <b>Type de placement</b>                    | <b>Coût</b>   | <b>Juste valeur</b> | <b>Juste valeur en % de l'actif net</b> |
|--|---|---------------|---------------------|---|
| Mariner-Tricadia Credit Strategies, Ltd.*      | Actions participatives                      | 1 592 902 \$  | 3 251 787 \$        | 10,52 %                                 |
| Cerberus International, Ltd.*                  | Actions participatives                      | 1 012 154     | 2 501 383           | 8,09 %                                  |
| CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.*       | Actions participatives                      | 1 668 438     | 2 248 401           | 7,27 %                                  |
| Two Sigma Spectrum Cayman Fund, Ltd.*          | Actions participatives                      | 1 692 900     | 1 958 253           | 6,34 %                                  |
| Tykhe Portfolios Ltd.*                         | Actions participatives                      | 2 905 050     | 1 762 016           | 5,70 %                                  |
| D.B. Zwirn Special Opportunity Fund, Ltd.*     | Actions à droit de vote et solde du capital | 2 861 120     | 1 706 207           | 9,26 %                                  |
| Sorin Offshore Fund*                           | Actions participatives                      | 1 706 074     | 1 658 672           | 5,37 %                                  |
| Fonds 209*                                     | Actions participatives                      | 1 486 652     | 1 351 261           | 4,37 %                                  |
| Fonds 146*                                     | Actions participatives                      | 1 955 073     | 1 174 552           | 3,80 %                                  |
| Fonds 130*                                     | Actions participatives                      | 1 912 500     | 1 094 965           | 3,54 %                                  |
| Fonds 121*                                     | Actions participatives                      | 1 009 410     | 1 059 810           | 3,43 %                                  |
| Fonds 224*                                     | Actions participatives                      | 822 780       | 1 029 269           | 3,33 %                                  |
| Fonds 190*                                     | Actions participatives                      | 1 166 616     | 979 244             | 3,17 %                                  |
| Fonds 183*                                     | Actions participatives                      | 924 101       | 907 276             | 2,94 %                                  |
| Fonds 222*                                     | Actions participatives                      | 1 377 349     | 752 877             | 2,44 %                                  |
| Fonds 195*                                     | Actions participatives                      | 544 635       | 682 805             | 2,21 %                                  |
| Fonds 103*                                     | Actions participatives                      | 1 076 934     | 676 052             | 2,19 %                                  |
| Fonds 140*                                     | Actions participatives                      | 676 143       | 518 395             | 1,68 %                                  |
| Fonds 212*                                     | Actions participatives                      | —             | 368 435             | 1,19 %                                  |
| Fonds 131*                                     | Actions participatives                      | —             | 365 301             | 1,18 %                                  |
| Fonds 220*                                     | Actions participatives                      | 678 960       | 313 292             | 1,01 %                                  |
| Fonds 171*                                     | Actions participatives                      | 304 800       | 289 980             | 0,94 %                                  |
| Fonds 191*                                     | Actions participatives                      | 521 773       | 131 143             | 0,42 %                                  |
| Fonds 104*                                     | Actions participatives                      | 157 129       | 63 171              | 0,20 %                                  |
| Fonds 187*                                     | Actions participatives                      | 1 687 130     | —                   | —                                       |
|  |   | 29 740 622 \$ | 26 844 541 \$       |   |

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

<sup>1)</sup> 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 le lecteur à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices. Les renseignements présentés dans les tableaux ci-dessous sont tirés des états financiers annuels vérifiés de la Fiducie.

### Actif net par part de la Fiducie

|   | Exercices terminés les 31 décembre |             |             |             |             |             |
|---|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | 2008                               | 2007        | 2006        | 2005        | 2004        | 2003        |
| Actif net au début de l'exercice .....  | 11,76 \$                           | 14,15 \$    | 13,88 \$    | 14,73 \$    | 15,81 \$    | 19,05 \$    |
| <b>Augmentation (diminution) liée aux activités :</b>                         |                                    |             |             |             |             |             |
| Total des revenus .....   | 0,04                               | 0,05        | 0,05        | 0,04        | 0,03        | 0,02        |
| Total des charges .....   | (0,27)                             | (0,41)      | (0,41)      | (0,35)      | (0,52)      | (0,12)      |
| Gains réalisés (pertes) pour l'exercice ...                                   | (1,88)                             | 2,80        | (0,02)      | 0,28        | 1,83        | 6,69        |
| Gains non réalisés (pertes) pour l'exercice .....                             | (1,40)                             | (1,99)      | 1,70        | 0,33        | (0,57)      | (4,79)      |
| <b>Augmentation (diminution) totale liée aux activités<sup>1)</sup></b> ..... | <b>(3,51)</b>                      | <b>0,45</b> | <b>1,32</b> | <b>0,29</b> | <b>0,77</b> | <b>1,80</b> |
| <b>Distributions :</b>  |                                    |             |             |             |             |             |
| Revenu de placement (hors dividendes) .....                                   | —                                  | 1,71        | 0,04        | 0,36        | 0,01        | 4,21        |
| Gains en capital .....  | —                                  | —           | —           | —           | —           | 0,83        |
| Remboursement de capital .....  | 0,85                               | 1,16        | 1,10        | 0,80        | 1,84        | 0,04        |
| Distributions totales de l'exercice <sup>2)</sup> .....                       | 0,85                               | 2,87        | 1,14        | 1,16        | 1,85        | 5,08        |
| Actif net à la fin de l'exercice <sup>3)</sup> .....                          | 7,40 \$                            | 11,76 \$    | 14,15 \$    | 13,88 \$    | 14,73 \$    | 15,81 \$    |

- 1) L'actif net 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) Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les distributions ont été versées comptant ou réinvesties dans des parts supplémentaires de la Fiducie.
- 3) Le tableau sur l'actif net par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir un rapprochement de la valeur de l'actif net par part au début et à la fin de la période.

## Ratios et données supplémentaires

|   | 2008      | 2007      | 2006      | 2005      | 2004      |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Actif net total (en milliers de dollars) <sup>1)</sup> . . . . .                          | 30 906 \$ | 53 778 \$ | 67 651 \$ | 71 507 \$ | 77 232 \$ |
| Nombre de parts en circulation <sup>1)</sup> . . . . .                                    | 4 174 415 | 4 572 915 | 4 782 615 | 5 150 015 | 5 243 585 |
| Ratio des frais de gestion <sup>2)</sup> . . . . .  | 9,16 %    | 9,17 %    | 6,60 %    | 7,08 %    | 7,94 %    |
| Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge <sup>2)</sup> . . . . . | 9,16 %    | 9,17 %    | 6,60 %    | 7,08 %    | 7,94 %    |
| Taux de rotation du portefeuille <sup>3)</sup> . . . . .                                  | 3,87 %    | 12,11 %   | 22,97 %   | 40,56 %   | 26,96 %   |
| Ratio des frais d'opérations <sup>4)</sup> . . . . .                                      | 0,03 %    | 0,03 %    | 0,05 %    | 0,00 %    | 0,00 %    |
| Cours de clôture à la fin de l'exercice . . . . .   | 5,85 \$   | 9,58 \$   | 13,00 \$  | 12,55 \$  | 15,06 \$  |

- 1) Données arrêtées au 31 décembre de chacun des exercices indiqués.
- 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 a augmenté le ratio des frais de gestion de la Fiducie de 6,51 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, de 6,23 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et de 3,72 % pour chacun des exercices terminés les 31 décembre 2006, 2005 et 2004. 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 2004 à 2006 ont été calculés au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice 2005. La direction reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2008 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 ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par la Fiducie au 31 décembre 2007. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, 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 ses placements. 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

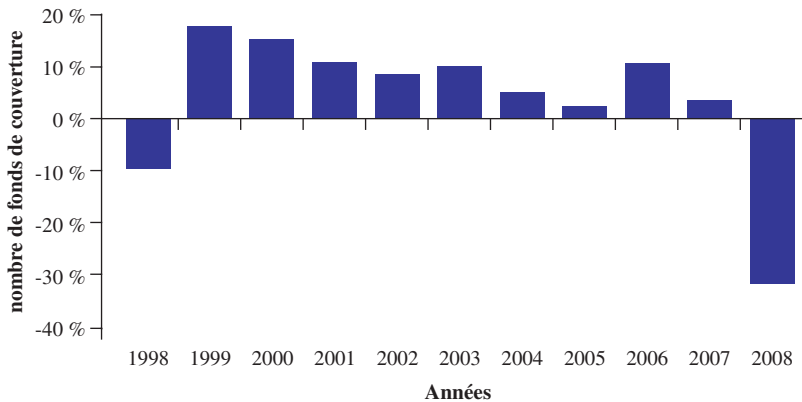
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie.
- L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente 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

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

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



## Rendements annuels composés

Le tableau suivant compare les rendements annuels composés historiques de la Fiducie pour les périodes indiquées et ceux de divers indices du marché :

|   | <u>Depuis<br/>l'établissement*</u> | <u>5 ans</u> | <u>3 ans</u> | <u>1 an</u> |
|---|------------------------------------|--------------|--------------|-------------|
| Northwater Market-Neutral Trust .....                       | 2,86%                              | (3,37)%      | (7,75)%      | (31,23)%    |
| Indice composé S&P/TSX .....                                | 4,34%                              | 4,16%        | (4,80)%      | (33,00)%    |
| Indice des bons du Trésor 91 jours Scotia<br>Capitaux ..... | 3,77%                              | 3,32%        | 3,91%        | 3,33%       |
| Indice obligataire universel DEX .....                      | 6,28%                              | 5,54%        | 4,71%        | 6,41%       |

\* La date d'établissement de la Fiducie est le 30 juillet 1997.

L'indice composé S&P/TSX est un indice général des actions ordinaires de sociétés canadiennes.

L'indice des bons du Trésor 91 jours Scotia Capitaux montre quel serait le rendement, sur la période à l'étude, d'un portefeuille composé de bons du Trésor à trois mois.

L'indice obligataire universel DEX est un indice général des titres à revenu fixe du gouvernement fédéral, de gouvernements provinciaux et de sociétés du Canada.

À l'heure actuelle, les rendements de la Fiducie ne sont pas à la hauteur des indices de référence pertinents. Ces résultats s'expliquent à la fois par le levier financier utilisé par la Fiducie et par les rendements inhabituellement bas obtenus par les fonds de couverture en 2008, en raison de la dislocation du marché découlant de la crise du crédit.

## 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 honoraires de gestion se

sont élevés à 586 809 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, et le montant que la Fiducie devait payer au 31 décembre 2008 s'établissait à 108 520 \$.

En contrepartie des 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. La presque totalité des honoraires de gestions sert à la prestation, par la société de gestion et le conseiller, de services de conseils en gestion de portefeuille et en placement.

### 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. Cette valeur est présentée déduction faite des frais de gestion et des autres 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 2008, la valeur liquidative par part publiée de la Fiducie a fluctué entre 7,40 \$ et 11,61 \$ (entre 11,76 \$ et 14,68 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007), 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 2008, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 4,50 \$ et 11,55 \$ (entre 9,58 \$ et 14,30 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

### Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 0,85 \$ par part (pour un total de 3 694 732 \$), contre 2,87 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 (pour un total de 13 270 597 \$).

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 2008.

### 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 2008 .....                   | 28 avril 2008            | Remboursement de capital                            | 0,24 \$                 |
| 30 juin 2008 .....                   | 29 juillet 2008          | Remboursement de capital                            | 0,23 \$                 |
| 30 septembre 2008 .....              | 29 octobre 2008          | Remboursement de capital                            | 0,22 \$                 |
| 31 décembre 2008 .....               | 29 janvier 2009          | Remboursement de capital                            | 0,16 \$                 |

### Rachat aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue de racheter jusqu'à 2 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part publiée 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. En août 2008, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 428 607 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période allant du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. 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.

Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a racheté 398 500 parts, pour un total de 3 892 171 \$, aux fins d'annulation en vertu de ce programme (209 700 parts pour un produit en trésorerie de 2 701 827 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007). Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 dans une proportion de 0,90 % (contribution de 0,36 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

### Conséquences fiscales potentielles de la liquidation

La société de gestion prévoit commencer à verser les distributions spéciales au comptant (les « distributions de liquidation ») aux investisseurs à compter du 30 juin 2009. Une fois que la Fiducie aura commencé à verser les distributions de liquidation, le pourcentage d'une position non liquide particulière par rapport à l'actif de la Fiducie pourrait dépasser la limite de 10 % exigée pour que la Fiducie reste admissible à titre de fonds commun de placement aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada.

Si la Fiducie devait cesser d'être admissible à titre de fonds commun de placement, elle ne sera plus admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada et elle cessera également d'être un « placement admissible » pour les comptes enregistrés, notamment les FERR, les REER et les REEE. D'après la société de gestion, la Fiducie perdra son statut de « placement admissible » aux fins de l'impôt sur le revenu canadien vers le 30 juin 2009. Les investisseurs devraient communiquer avec leurs conseillers le plus rapidement possible afin d'obtenir des conseils fiscaux au sujet de la perte de statut prévue de la Fiducie et de maintenir son statut de « placement admissible ».

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

Aux investisseurs

Le 1<sup>er</sup> 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, conformément au *Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement*.

Ce rapport est le deuxième rapport annuel du CEI aux porteurs de parts de la Fiducie 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 qui ont été décelés et lui ont été signalés par Northwater Fund Management Inc., à titre de société de gestion (la « société de gestion »), et de donner son approbation ou ses 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 revoyons également au moins une fois par an les principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'en évaluer l'adéquation et l'efficacité en ce qui concerne la Fiducie.

Outre nos 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.

Comme il a été annoncé, la Fiducie devrait cesser ses activités le 31 décembre 2009. Nous travaillerons par conséquent en collaboration avec la société de gestion, conformément à notre mandat, jusqu'à la liquidation de la Fiducie.

Nous tenons également à aviser les porteurs de parts qu'à compter du 31 mars 2009, Jeff Francoz quittera ses fonctions de président du comité d'examen indépendant. M. Francoz vient de changer d'emploi et les politiques de son nouvel employeur l'empêchent de participer à des comités tels que le CEI. Les autres membres du comité tiennent à remercier M. Francoz pour sa contribution et continueront d'assurer leurs fonctions conformément au Règlement 81-107 tout en collaborant avec la société de gestion dans la recherche d'un remplaçant.

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.

**Années de participation  
au conseil  
consultatif /CEI**

**Membres du comité d'examen indépendant.**

| <u>Nom</u>                                       | <u>Domicile</u>   | <u>Date de nomination<sup>1</sup></u> |
|--|-------------------|---------------------------------------|
| Jeffrey D. Francoz . . . . .<br>Président du CEI | Toronto (Ontario) | 10 mars 2006 <sup>2</sup>             |
| Ann Marshall . . . . .                           | Toronto (Ontario) | 10 mars 2006 <sup>2</sup>             |
| Peter Vesely . . . . .                           | Toronto (Ontario) | 1 <sup>er</sup> novembre 2007         |

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

\* 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.

## Propriété des titres

### (a) Fiducie

Au 31 décembre 2008, le pourcentage de parts de la Fiducie appartenant, directement ou indirectement, aux membres du CEI à titre de propriétaires réels n'excédait pas 10 % des parts.

### (b) Société de gestion

Au 31 décembre 2008, 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 2008, 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 CEI est heureux de présenter un rapport de ses activités pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008.

Chacun des membres du CEI est une personne non apparentée et indépendante de la direction.

1. Chacune de ces personnes sont membres du comité d'examen indépendant depuis sa constitution le 1er novembre 2007.
2. Ces personnes sont membres depuis la constitution du conseil consultatif de la Fiducie.

## Information d'ordre général

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les membres du CEI ont tenu quatre réunions. M. Francoz et M. Vesely ont assisté à toutes ces réunions. M<sup>me</sup> Marshall a participé à toutes les réunions à l'exception d'une seule.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le CEI a examiné : i) la charte du CEI, ii) l'information fournie aux porteurs de parts conformément au Règlement 81-106, iii) les rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie, iv) le respect des lignes directrices en matière de placement, v) la rémunération des membres du CEI afin d'assurer qu'elle reste raisonnable, vi) la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels et vii) les instructions transmises à la société de gestion relativement aux questions de conflit d'intérêts, conformément au Règlement 81-107. Le CEI a par ailleurs 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 CEI atteste que la direction de la société de gestion a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents et de poser des questions à certains membres de la direction selon qu'il le jugeait nécessaire pour assumer correctement ses responsabilités.

## Rémunération et indemnités

La rémunération totale versée par la Fiducie au CEI pour la période de douze mois écoulée terminée le 31 décembre 2008, s'est élevée à 21 620,44 \$.

Aucune indemnité n'a été versée aux membres du CEI pendant l'exercice.

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. Le CEI n'a connaissance d'aucune situation dans laquelle la société de gestion a pris des mesures relatives à un cas de conflit d'intérêts signalé au CEI et pour lequel celui-ci n'a pas donné de recommandation positive.

Le CEI n'a connaissance d'aucune situation dans laquelle 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 dans sa recommandation ou son approbation.

La société de gestion s'est appuyée sur les instructions 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*

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 la société de gestion 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 qu'elles agissent en tout temps conformément aux procédures visant à réduire les conflits d'intérêts potentiels et au code de déontologie de la société de gestion.

La société de gestion a également reçu des recommandations positives et des instructions 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 au mieux 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 2009, 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.



PAUL ROBSON, CFA  
Président et chef de l'exploitation



EVE N. JEDRZEJSKA, CA, CFA  
Vice-président et chef de la  
conformité

Le 23 mars 2009

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

Nous avons vérifié l'état du portefeuille de placements de **Northwater Market-Neutral Trust** (la « Fiducie ») au 31 décembre 2008, les états de l'actif net aux 31 décembre 2008 et 2007 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 2008 et 2007 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

Le 23 mars 2009

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États de l'actif net

|   | 31 décembre<br>2008  | 31 décembre<br>2007  |
|---|----------------------|----------------------|
| <b>Actif</b>  |                      |                      |
| Trésorerie et placements à court terme<br>(coût : 11 440 374 \$ en 2008; 15 180 903 \$ en 2007) .....   | 10 144 376 \$        | 15 066 362 \$        |
| Placements à court terme déposés à titre de marge sur les contrats<br>à terme – à la valeur marchande (note 5)<br>(coût : 1 295 723 \$ en 2008; 1 602 674 \$ en 2007) ..... | 1 297 647            | 1 573 183            |
| Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 4)<br>(coût : 29 740 622 \$ en 2008; 59 431 262 \$ en 2007) .....  | 26 844 541           | 63 502 617           |
| Intérêts sur emprunts payés d'avance .....  | 4 373                | —                    |
| Montant à recevoir à la liquidation des contrats à terme sur<br>devises .....   | 270 639              | —                    |
| Montant à recevoir sur les rachats de titres des fonds de<br>couverture (note 3) .....  | 1 322 384            | 485 630              |
| Autres .....  | —                    | 7 664                |
|   | <u>39 883 960</u>    | <u>80 635 456</u>    |
| <b>Passif</b>   |                      |                      |
| Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à<br>payer .....  | 73 742               | 43 167               |
| Frais de gestion à payer (note 8) .....   | 108 520              | 199 571              |
| Intérêts et commissions de garantie à verser .....  | 1 964                | 28 724               |
| Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme<br>sur devises (note 5) .....  | —                    | 603 183              |
| Distributions à verser .....  | 667 906              | 9 145 830            |
| Emprunt bancaire (note 6) .....   | 6 981 592            | 12 578 644           |
| Fonds de couverture vendus d'avance .....   | 1 144 272            | 4 258 720            |
|   | <u>8 977 996</u>     | <u>26 857 839</u>    |
| <b>Actif net</b> .....  | <u>30 905 964 \$</u> | <u>53 777 617 \$</u> |
| <b>Actif net et capitaux propres (note 7)</b>   |                      |                      |
| Capital social .....  | 91 014 866           | 98 502 805           |
| Surplus d'apport .....  | 17 852 138           | 14 256 371           |
| Déficit .....   | (77 961 040)         | (58 981 559)         |
|   | <u>30 905 964 \$</u> | <u>53 777 617 \$</u> |
| <b>Nombre de parts en circulation (note 7)</b> .....  | <u>4 174 415</u>     | <u>4 572 915</u>     |
| <b>Actif net par part</b> .....   | <u>7,40 \$</u>       | <u>11,76 \$</u>      |

Signé au nom du fiduciaire,

Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs

Par:



Par:



## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des résultats

|   | Exercices terminés<br>les 31 décembre |                     |
|---|---------------------------------------|---------------------|
|   | 2008                                  | 2007                |
| <b>Revenu de placement</b>  |                                       |                     |
| Revenu d'intérêts .....   | 183 370 \$                            | 247 799 \$          |
| Autre revenu .....  | 1 581                                 | 1 824               |
|   | <u>184 951</u>                        | <u>249 623</u>      |
| <b>Charges</b>  |                                       |                     |
| Frais de gestion (note 8) .....   | 586 809                               | 875 781             |
| Honoraires de vérification .....  | 85 550                                | 70 886              |
| Frais du comité d'examen indépendant .....  | 21 620                                | 15 283              |
| Droits de garde .....   | 11 349                                | 13 590              |
| Frais juridiques .....  | 55 795                                | —                   |
| Frais d'information aux porteurs de titres .....  | 92 696                                | 84 239              |
| Intérêts et commissions de garantie (note 6) .....  | 318 505                               | 858 494             |
| Frais d'opérations .....  | 13 454                                | 22 755              |
|   | <u>1 185 778</u>                      | <u>1 941 028</u>    |
| <b>Perte nette de placement</b> .....   | <u>(1 000 827)</u>                    | <u>(1 691 405)</u>  |
| <b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>   |                                       |                     |
| Gain net (perte) réalisé sur :  |                                       |                     |
| Placements dans des fonds de couverture .....   | 9 205 521                             | 622 265             |
| Contrats à terme sur devises (note 5) .....   | (10 111 401)                          | 11 308 531          |
| Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :   |                                       |                     |
| Placements dans des fonds de couverture .....   | (6 967 436)                           | (9 056 966)         |
| Contrats à terme sur devises (note 5) .....   | 873 822                               | (335 304)           |
| Gain net réalisé (perte) sur devises, hors placements en fonds de<br>couverture .....                   | <u>(7 284 430)</u>                    | <u>1 251 965</u>    |
| <b>Gain net réalisé et non réalisé (perte) sur les placements<br/>pour l'exercice</b> .....             | <u>(14 283 924)</u>                   | <u>3 790 491</u>    |
| <b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités<br/>pour l'exercice</b> .....            | <u>(15 284 751)\$</u>                 | <u>2 099 086 \$</u> |
| <b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités,<br/>par part pour l'exercice*</b> ..... | <u>(3,51)\$</u>                       | <u>0,45 \$</u>      |

\* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice (4 350 669 en 2008; 4 715 269 en 2007).

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États de l'évolution de l'actif net

|  | Exercices terminés les |               |
|--|------------------------|---------------|
|  | 31 décembre            |               |
|  | 2008                   | 2007          |
| <b>Actif net au début de l'exercice</b> .....  | 53 777 617 \$          | 67 650 955 \$ |
| <b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b> ..... | (15 284 751)           | 2 099 086     |
| <b>Opérations sur parts (note 7)</b>   |                        |               |
| Émission (annulation) de parts .....   | (3 892 170)            | (2 701 827)   |
|  | (3 892 170)            | (2 701 827)   |
| <b>Distributions aux porteurs de parts (note 9)</b>                                      |                        |               |
| Remboursement de capital .....   | (3 694 732)            | (5 386 622)   |
| Revenu net .....   | —                      | (7 883 975)   |
|  | (3 694 732)            | (13 270 597)  |
| <b>Actif net à la fin de l'exercice</b> .....  | 30 905 964 \$          | 53 777 617 \$ |

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des flux de trésorerie

|  | Exercices terminés les<br>31 décembre |                      |
|--|---------------------------------------|----------------------|
|  | 2008                                  | 2007                 |
| <b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>                            |                                       |                      |
| Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités                            | (15 284 751)\$                        | 2 099 086 \$         |
| Éléments hors trésorerie :   |                                       |                      |
| Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée des fonds de couverture          | 6 967 436                             | 9 056 966            |
| Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises | (873 822)                             | 335 304              |
| Perte nette réalisée (gain) sur les fonds de couverture                                | (9 205 521)                           | (622 265)            |
| Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :                         |                                       |                      |
| Variation des créditeurs et autres actifs  | (79 572)                              | (45 293)             |
| Achat de placements dans des fonds de couverture                                       | (4 725 414)                           | (3 986 845)          |
| Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture                         | 39 666 001                            | 18 693 064           |
| Variation des sommes cédées en garantie des contrats à terme                           | 275 536                               | (418 172)            |
|  | <u>16 739 893</u>                     | <u>25 111 845</u>    |
| <b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>                            |                                       |                      |
| Remboursement du prêt bancaire   | (5 597 052)                           | (3 710 776)          |
| Distributions versées  | (12 172 656)                          | (5 463 899)          |
| Rachat de parts  | (3 892 171)                           | (2 701 827)          |
|  | <u>(21 661 879)</u>                   | <u>(11 876 502)</u>  |
| Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme       | (4 921 986)                           | (13 235 343)         |
| Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice                          | 15 066 362                            | 1 831 019            |
| <b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice</b>                   | <u>10 144 376 \$</u>                  | <u>15 066 362 \$</u> |
| Information supplémentaire :   |                                       |                      |
| Intérêts versés  | 308 298 \$                            | 830 914 \$           |

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements  
31 décembre 2008

|  | <u>Notation</u> | <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> |
|--|-----------------|------------------------|------------------------|----------------------|----------------------|---|
| <b>Placements dans des fonds de couverture*</b>              |                 |                        |                        |                      |                      |   |
| Activiste .....  |                 |                        |                        | 1 486 652 \$         | 1 351 261 \$         | 4,37 %                                  |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières ..... |                 |                        |                        | 3 566 140            | 5 790 168            | 18,74 %                                 |
| Arbitrage sur titres en difficulté .....                     |                 |                        |                        | 1 012 154            | 2 869 829            | 9,29 %                                  |
| Arbitrage de produits de taux ..                             |                 |                        |                        | 2 575 264            | 1 402 414            | 4,54 %                                  |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .. |                 |                        |                        | 3 949 623            | 3 313 957            | 10,72 %                                 |
| Multistratégie .....   |                 |                        |                        | 5 801 084            | 4 236 603            | 13,71 %                                 |
| Arbitrage de réassurance .....                               |                 |                        |                        | 544 635              | 1 048 106            | 3,39 %                                  |
| Arbitrage sur financement structuré .....                    |                 |                        |                        | 6 049 991            | 3 048 779            | 9,86 %                                  |
| Arbitrage statistique .....                                  |                 |                        |                        | 4 755 079            | 3 783 424            | 12,24 %                                 |
| <b>Placements dans des fonds de couverture .....</b>         |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        | <u>29 740 622 \$</u> | <u>26 844 541 \$</u> | <u>86,85 %</u>                          |
| <b>Trésorerie .....</b>                                      |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        | <u>1 190 740 \$</u>  | <u>1 190 740 \$</u>  | <u>3,85 %</u>                           |
| <b>Bons du trésor**</b>                                      |                 |                        |                        |                      |                      |   |
| Gouvernement du Canada .....                                 |                 | 5 janvier 2009         | 3 000 000 \$           | 3 641 664 \$         | 3 641 591 \$         | 11,78 %                                 |
| Gouvernement du Canada .....                                 |                 | 30 janvier 2009        | 1 200 000              | 1 456 622            | 1 456 432            | 4,71 %                                  |
| Gouvernement du Canada (note 5) .....                        |                 | 19 mars 2009           | 1 300 000              | 1 295 723            | 1 297 647            | 4,20 %                                  |
| Province d'Ontario .....                                     |                 | 5 mars 2009            | 400 000                | 485 303              | 485 249              | 1,57 %                                  |
| <b>Acceptations bancaires***</b>                             |                 |                        |                        |                      |                      |   |
| Banque de Montréal .....                                     | R-1 (élevé)     | 2 janvier 2009         | 800 000                | 971 101              | 971 091              | 3,14 %                                  |
| Banque Royale du Canada .....                                | R-1 (élevé)     | 2 janvier 2009         | 700 000                | 700 000              | 700 000              | 2,26 %                                  |
| Banque canadienne impériale de commerce .....                | R-1 (élevé)     | 8 janvier 2009         | 1 400 000              | 1 699 222            | 1 699 273            | 5,50 %                                  |
| <b>Trésorerie et placements à court terme .....</b>          |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        | <u>11 440 374</u>    | <u>11 442 023</u>    | <u>37,02 %</u>                          |
| <b>Total des placements .....</b>                            |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        | <u>41 180 996 \$</u> | <u>38 286 564 \$</u> | <u>123,88 %</u>                         |
| <b>Autres éléments d'actif net .....</b>                     |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        |                      | <u>7 380 600</u>     | <u>23,00 %</u>                          |
| <b>Actif net et capitaux propres .....</b>                   |                 |                        |                        |                      |                      |   |
|  |                 |                        |                        |                      | <u>30 905 964 \$</u> | <u>100,00 %</u>                         |

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

\*\* Les rendements des placements à court terme détenus au 31 décembre 2008 se situent entre 0,20 % et 1,50 %.

\*\*\* Notations de DBRS au 31 décembre 2008.

## Tableau 1 – Contrats à terme sur devises

|   | <u>Cours acheteur</u> | <u>Valeur<br/>notionnelle</u>                      | <u>Somme à recevoir<br/>(à payer) au<br/>règlement</u> |
|---|-----------------------|--|--|
| 343 contrats à terme sur CAD<br>Mars 2009 | <u>82,24 \$</u>       | <u>28 208 320 \$ US</u><br><u>34 242 680 \$ CA</u> | <u>270 639 \$ CA</u>                                   |

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007

---

### 1. Établissement et activités de la Fiducie

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 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. 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 a entamé le processus menant à la liquidation de ses activités; sa liquidation devrait intervenir le 31 décembre 2009 (la « date de liquidation » ou aux alentours de cette date. Selon les renseignements dont elle disposait le 31 décembre 2008, la société de gestion prévoit qu'environ 41 % de l'actif net de la Fiducie pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà de la date de liquidation. La société de gestion prévoit que les distributions de l'actif net au prorata de l'avoir des porteurs de parts commenceront vers le 30 juin 2009. Étant donné les conditions de marché actuelles, il est probable que la Fiducie continue à exercer ses activités au-delà du 31 décembre 2009 et que la liquidation soit retardée.

Au cours de l'exercice, l'actif de la Fiducie était investi dans de la trésorerie et des placements à court terme, dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre et 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

En décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 3862 du *Manuel de l'ICCA*, « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863,

« Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels décrivent de façon exhaustive les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Toujours en décembre 2006, le Conseil des normes comptables a publié le chapitre 1535 du *Manuel de l'ICCA*, « Informations à fournir concernant le capital » (le « chapitre 1535 »), lequel établit des normes relativement à la présentation d'informations sur le capital d'une entité et la façon dont l'entité gère ce capital.

Les exigences des chapitres 3862, 3863 et 1535 s'appliquent aux états financiers annuels des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> octobre 2007, et les notes afférentes aux états financiers tiennent compte de ces exigences.

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par la Fiducie :

**a) Trésorerie 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 comptabilisés 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 définitive publiée par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur provisoire la plus récente déterminée selon les rendements préliminaires présentés par ces mêmes gestionnaires ou entités. Afin d'établir la valeur liquidative provisoire ou définitive, certains fonds de couverture peuvent être obligés de formuler des estimations et des hypothèses. La société de gestion peut, à son entière discrétion, utiliser une autre méthode d'évaluation des fonds de couverture sous-jacents qui lui paraîtrait mieux représenter leur juste valeur. 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 de marché 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.

#### e) Utilisation d'estimations

La préparation des états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada exige de la Fiducie qu'elle établisse des estimations et élabore des hypothèses qui influent sur les montants d'actif et de passif présentés à la date des états

financiers, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

#### f) Frais d'opérations

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

### 3. Risques liés aux instruments financiers

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

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008. Toutefois, le secteur des fonds de couverture, comme d'autres secteurs, a souffert des turbulences qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement. Ceci a eu des effets à la fois sur les rendements que la Fiducie a obtenus en 2008 et sur la volatilité qu'elle a enregistrée. En outre, à mesure que la Fiducie avancera dans le processus de liquidation, son exposition aux fonds de couverture variera sans cesse, et ses placements dans les fonds de couverture seront de moins en moins diversifiés, ce qui entraînera une hausse du risque de concentration. Le profil de risque de la Fiducie a donc subi les effets décrits ci-dessous.

#### Risque de marché

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

L'actif de la Fiducie est placé essentiellement dans un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre, offerts par voie privée. La valeur des fonds de couverture dans le portefeuille de la Fiducie est établie en fonction des valeurs liquidatives et des rendements mensuels indiqués par les

administrateurs et les gestionnaires de chacun de ces fonds. Ces fonds ne sont pas offerts sur un marché ouvert. Le calcul de la juste valeur de ces fonds de couverture est fondée sur la juste valeur des placements qu'ils détiennent. Cette valeur peut différer de celle qui aurait été disponible s'il y avait eu un marché pour ces fonds et peut également différer du prix auquel ils pourraient être vendus.

Le conseiller en placement de la Fiducie cherche à atténuer le risque de marché en investissant dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture dont les rendements sont peu corrélés aux marchés et les uns aux autres. En outre, le conseiller en placement suit l'évolution des placements afin de veiller à ce que la décision d'investir dans une stratégie de fonds de couverture particulière continue d'être adéquate pour le portefeuille du Fonds. Ce suivi comprend notamment une évaluation quantitative et qualitative continue, ainsi qu'un contrôle diligent rigoureux des placements et des activités. Une attention spéciale est portée aux changements organisationnels effectués par les gestionnaires de fonds de couverture et aux modifications des politiques relatives à leurs objectifs de placement, à leur évaluation, à leur stratégie de couverture, à leur degré de diversification, à leur levier et à leurs frais.

Le tableau qui suit illustre l'incidence sur l'actif net de la Fiducie d'une variation du rendement de chaque stratégie, calculée en fonction de l'écart type de cette stratégie au 31 décembre 2008.

| <b>Stratégie</b>   | <b>Variation<br/>potentielle<br/>du rendement<br/>de la stratégie*<br/>(%)</b> | <b>Incidence<br/>sur l'actif net<br/>(\$)</b> |
|--|--|---|
| Activiste . . . . .  | 16,72 %  | 186 164                                       |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances<br>mobilières . . . . .    | 4,93 %   | 235 537                                       |
| Arbitrage sur titres en difficulté . . . . .                           | 10,38 %  | 245 491                                       |
| Arbitrage de produits de taux . . . . .                                | 28,19 %  | 325 719                                       |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances<br>hypothécaires . . . . . | 12,94 %  | 353 309                                       |
| Multistratégie . . . . .   | 17,23 %  | 601 476                                       |
| Arbitrage de réassurance . . . . .                                     | 4,46 %   | 38 551  |
| Arbitrage sur financement structuré . . . . .                          | 30,09 %  | 755 729                                       |
| Arbitrage statistique . . . . .  | 14,44 %  | 449 949                                       |

\* La variation potentielle du rendement d'une stratégie est calculée en fonction de l'écart type de chaque stratégie, mesurée sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture figurant dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008.

## Risque de liquidité

Le risque de liquidité s'entend du risque que la Fiducie ne soit pas en mesure de satisfaire aux obligations associées à ses passifs financiers, notamment les emprunts, les distributions, le règlement des contrats à terme, les opérations de soutien de marché et les honoraires aux prestataires de services.

Les placements de la Fiducie consistent essentiellement en des fonds de couverture offerts par voie privée, pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire actif. Les placements peuvent donc être considérés comme non liquides. La Fiducie est assujettie à des restrictions concernant les rachats de parts sur chacun des fonds de couverture de son portefeuille, lesquels peuvent être effectués mensuellement, trimestriellement, semestriellement ou annuellement. Les préavis de rachat varient de 30 à 180 jours. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujettis à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions de rachats et à des restrictions visant les placements non liquides mis de côté.

Pour être en mesure de faire face à ses obligations financières courantes, la Fiducie dispose d'une facilité de crédit qui lui permet d'obtenir de la trésorerie sous certaines conditions.

Pour atténuer le risque de liquidité, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié entre différents gestionnaires et stratégies. Cependant, en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement, un bon nombre des stratégies utilisées par les fonds de couverture, fondées sur l'existence de marchés fonctionnels qui permettent notamment aux gestionnaires de prendre des positions à découvert, ont entraîné des pertes, non seulement par suite des mouvements de marché, mais aussi à cause des contraintes de liquidité. Certains gestionnaires n'ont pas été en mesure de vendre des actifs afin d'éviter des pertes additionnelles ou de financer le rachat de parts. Le manque persistant de liquidité a conduit de nombreux fonds de couverture sous-jacents détenus par la Fiducie à faire jouer diverses restrictions concernant les rachats de parts, notamment la limitation des rachats à un pourcentage maximum de l'actif net total (dispositions de limitations), la suspension temporaire de tous les rachats ou la liquidation contrôlée des positions en vue d'une cessation des activités.

Le conseiller en placement gère la Fiducie en tenant compte de la date de liquidation. Par conséquent, le 31 décembre 2008, le conseiller en placement a déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents.

La valeur de l'ensemble des demandes de rachat de fonds détenus dans le portefeuille effectuées avant le 31 décembre 2008 est présentée dans le tableau ci-dessous, par date effective du rachat :

| <u>Date effective du rachat</u>    | <u>Montant (\$) au 31 décembre 2008</u> | <u>% du total du fonds de couverture détenu</u> | <u>Montant (\$) reçu après la fin de l'exercice</u> |
|------------------------------------|---|---|---|
| 1 <sup>er</sup> janvier 2008 ..... | 1 706 207                               | 6 %   | 128 365   |
| 1 <sup>er</sup> avril 2008 .....   | 721 571                                 | 3 %   | 102 737   |
| 1 <sup>er</sup> juillet 2008 ..... | 2 643 143                               | 10 %  | 324 517   |
| 1 <sup>er</sup> août 2008 .....    | 365 301                                 | 1 %   | 222 861   |
| 1 <sup>er</sup> octobre 2008 ..... | 518 406                                 | 2 %   | 61 254  |
| 1 <sup>er</sup> janvier 2009 ..... | 17 167 815                              | 64 %  | 8 447 921 <sup>1)</sup>                             |
| 1 <sup>er</sup> juin 2009 .....    | 2 248 401                               | 8 %   | —   |
| 1 <sup>er</sup> juillet 2009 ..... | 1 029 262                               | 4 %   | —   |
| 1 <sup>er</sup> janvier 2010 ..... | 444 435                                 | 2 %   | 74 072  |
|                                    | <u>26 844 541</u>                       | <u>100 %</u>                                    | <u>9 361 727</u>                                    |

- 1) Le Fonds a reçu le règlement du rachat avant la date d'effet sur l'un des fonds de couverture. Ce montant de 1 144 272 \$ est inclus dans ce tableau et comptabilisé dans l'état de l'actif net au poste Fond de couverture vendu d'avance.

Le tableau suivant présente le calendrier prévu pour le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents :

**Règlements des rachats prévus en 2009, classés selon le statut des fonds visés :**

|   | <b>Montant<br/>(\$)</b> | <b>% du total<br/>du fonds de<br/>couverture<br/>détenu</b> |
|---|-------------------------|---|
| Rachats soumis à restrictions <sup>1)2)</sup> ..... | 3 928 478               | 15 %  |
| En liquidation .....                                | 1 961 069               | 7 %   |
| Cours normal des activités .....                    | 8 688 618               | 32 %  |
|   | <u>14 578 165</u>       | <u>54%</u>  |

**Règlement des rachats prévus après 2009, classés selon le statut des fonds visés :**

|   | <b>Montant<br/>(\$)</b> | <b>% du total<br/>du fonds de<br/>couverture<br/>détenu</b> |
|---|-------------------------|---|
| Rachats soumis à restrictions <sup>1)</sup> ..... | 8 177 833               | 30 %  |
| En liquidation .....                              | 4 088 543               | 16 %  |
|   | <u>12 266 376</u>       | <u>46 %</u>   |

- 1) La catégorie des rachats soumis à restriction correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.
- 2) Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, la société de gestion prévoit que le règlement aura lieu en 2009.

Le règlement des demandes de rachat de la Fiducie pourrait s'étendre au-delà de la date de liquidation et avoir une incidence sur la distribution de l'actif aux porteur de parts.

Les montants à recevoir sur les rachats de parts de fonds de couverture de la Fiducie totalisaient 1 322 384 \$ au 31 décembre 2008. La Fiducie est exposée au risque de liquidité car ces montants pourraient ne pas être réalisés (recouvrés) pendant une période prolongée. Au 31 décembre 2008, le classement par échéance des montants à recevoir s'établissait comme suit :

|   | <b>Moins de<br/>60 jours</b> | <b>De 61 à 90<br/>jours</b> | <b>De 91 à 120<br/>jours</b> | <b>Plus de<br/>120 jours</b> | <b>Total</b> |
|---|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|--------------|
| Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture ..... | 137 251 \$                   | —                           | 201 274 \$                   | 983 859 \$                   | 1 322 384 \$ |

Le conseiller en placement communique régulièrement avec les administrateurs des fonds de couverture pour établir le calendrier de paiement des montants restant à recevoir sur les rachats. L'essentiel des montants à recevoir non réglés à la fin de l'exercice se répartit en deux catégories : les retenues de garantie avant vérification, qui représentent un faible pourcentage des rachats retenu dans l'attente de la vérification du fonds de couverture, et les retenues pour liquidation, qui représentent principalement les positions détenues par les fonds de couverture dans des actifs en cours de liquidation.

Le tableau ci-dessous présente les montants à recevoir sur des rachats de fonds de couverture, par type, au 31 décembre 2008.

| <u>Type</u>                                   | <u>Montant<br/>(\$)</u> |
|---|-------------------------|
| Retenues de garantie avant vérification ..... | 714 797                 |
| Retenues pour liquidation .....               | 607 587                 |
|   | <u>1 322 384</u>        |

### Risque de crédit

Outre ses placements en fonds de couverture, la Fiducie investit dans des titres de créance des secteurs public. Ces instruments financiers comportent le risque que le cocontractant ne puisse pas satisfaire à ses obligations au titre de ces instruments financiers.

Les institutions financières qui agissent à titre de cocontractants représentent aussi un risque de crédit pour la Fiducie relativement aux dérivés, aux emprunts et à la trésorerie. Pour évaluer le risque de crédit, la société de gestion doit souvent se fonder sur les renseignements fournis par le cocontractant ou par une agence de notation, lesquels peuvent être très imprécis. Au 31 décembre 2008, la notation des cocontractants était la suivante :

| <u>Instrument :</u>                         | <u>Notation *</u> |
|---|-------------------|
| Trésorerie détenue par le dépositaire ..... | AA-               |
| Trésorerie détenue par le courtier .....    | A+                |
| Facilités de crédit .....                   | AA-               |

\* Notations de Standard and Poor's.

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

Certains fonds de couverture investissent dans des titres de créance variés, ce qui les expose aux fluctuations des marchés du crédit; très souvent, les

gestionnaires des fonds de couverture atténuent le risque lié à l'ensemble des variations du marché du crédit au moyen de diverses techniques de couverture.

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

### Risque de change

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

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

Au 31 décembre 2008, l'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 15 422 \$.

### Risque de taux d'intérêt

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

Au 31 décembre 2008, en supposant une évolution parallèle de la courbe des taux et un solde de l'emprunt bancaire stable jusqu'au 30 juin 2009, une augmentation ou une diminution de 1 % des taux d'intérêt aurait une incidence de 34 908 \$ sur l'actif net du Fonds.

#### 4. 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. À l'approche de sa date de liquidation prévue, la Fiducie a entamé un processus de rachat de ses parts dans les fonds de couverture vers la fin de 2008.

Les fonds de couverture à stratégie neutre qui font partie du portefeuille de la Fiducie sont constitués et domiciliés à l'extérieur des États-Unis, essentiellement aux Bermudes, aux îles Caïmans et aux îles Vierges britanniques. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants qu'ils rémunèrent. Cette rémunération comprend en général des honoraires de conseil fondés sur la valeur des actifs, qui se situent entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement fixée en général à 20 % de la plus-value nette réalisée 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 de la Fiducie peut de temps à autre, et dans des circonstances très limitées, affecter les sommes relatives à l'achat ou de la vente de certains fonds de couverture à d'autres instruments de placement sur les conseils de Northwater Capital Management Inc. Ces opérations sont exécutées à la valeur liquidative déclarée mensuellement par les fonds de couverture.

Au cours de l'exercice, un des fonds de couverture dans lequel la Fiducie avait investi a été victime d'une fraude; ce fonds a par la suite fait faillite. Au 31 décembre 2008, la valeur comptabilisée de ce placement est de zéro, ce qui implique une perte de 2 047 337 \$.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

| Stratégie   | 31 décembre 2008 |                      |              | 31 décembre 2007 |                      |              |
|---|------------------|----------------------|--------------|------------------|----------------------|--------------|
|   | Nbre de fonds    | Juste valeur         |              | Nbre de fonds    | Juste valeur         |              |
| Activiste .....   | 1                | 1 351 261 \$         | 5 %          | 1                | 1 705 001 \$         | 3 %          |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....    | 3                | 5 790 168            | 22 %         | 4                | 8 164 189            | 13 %         |
| Arbitrage sur titres en difficulté .....                        | 2                | 2 869 818            | 11 %         | 6                | 10 299 791           | 16 %         |
| Arbitrage de produits de taux .....                             | 3                | 1 402 414            | 5 %          | 3                | 3 459 306            | 5 %          |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ..... | 3                | 3 313 968            | 12 %         | 4                | 8 043 885            | 12 %         |
| Multistratégie .....  | 4                | 4 236 603            | 16 %         | 6                | 12 128 061           | 19 %         |
| Arbitrage de réassurance .....                                  | 2                | 1 048 106            | 4 %          | 2                | 3 060 925            | 5 %          |
| Arbitrage statistique .....                                     | 3                | 3 783 424            | 14 %         | 5                | 7 371 132            | 12 %         |
| Arbitrage sur financement structuré .....                       | 4                | 3 048 779            | 11 %         | 6                | 9 270 327            | 15 %         |
|   | <u>25</u>        | <u>26 844 541 \$</u> | <u>100 %</u> | <u>37</u>        | <u>63 502 617 \$</u> | <u>100 %</u> |

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.

| <b>Total de l'actif de chaque fonds de couverture (en millions de dollars US)</b> | <b>2008</b> | <b>2007</b> |
|---|-------------|-------------|
| < 100 .....   | 4           | 0           |
| 100-250 .....   | 2           | 2           |
| 250-500 .....   | 5           | 0           |
| 500-750 .....   | 1           | 3           |
| 750-1 000 .....   | 1           | 1           |
| > 1 000 .....   | 12          | 31          |
|   | <u>25</u>   | <u>37</u>   |

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.

| <u>Années écoulées</u> | <u>2008</u> | <u>2007</u> |
|------------------------|-------------|-------------|
| < 3 .....              | 1           | 4           |
| 3 – 6 .....            | 8           | 14          |
| 6 – 9 .....            | 9           | 11          |
| 9 – 12 .....           | 3           | 3           |
| 12 – 15 .....          | 2           | 3           |
| > 15 .....             | <u>2</u>    | <u>2</u>    |
|                        | <u>25</u>   | <u>37</u>   |

Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture, classés par domiciliation, détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007.

| <u>Domiciliation</u>            | <u>2008</u> | <u>2007</u> |
|---------------------------------|-------------|-------------|
| Îles Caïmans .....              | 23          | 37          |
| Îles Vierges britanniques ..... | 1           | 2           |
| Bermudes .....                  | <u>1</u>    | <u>1</u>    |
|                                 | <u>25</u>   | <u>40</u>   |

## 5. 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 2008, des placements à court terme d'une valeur nominale de 1 000 000 \$ US (1 600 000 \$ US en 2007) ont été déposés en garantie relativement à des contrats à terme sur devises. Au 31 décembre 2008, le dépôt de garantie exigé pour les contrats à terme standardisés était de 1 131 900 \$ US (1 386 900 \$ en 2007). L'insuffisance du dépôt de garantie au 31 décembre 2008 découlait des fluctuations de la valeur au marché; elle a été comblée le lendemain.

## 6. 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 jusqu'à 25 % de sa valeur liquidative déclarée, en dollars canadiens ou américains, 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 de l'exercice étaient libellés en dollars américains et canadiens.

L'emprunt bancaire a varié entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (il avait varié entre 12 578 644 \$ et 13 843 299 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007). Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est établi à 4,04 %.

## 7. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie se compose d'un nombre illimité de parts non rachetables; il a été constitué à l'occasion du premier appel public à l'épargne. Le capital est géré conformément aux objectifs de placement de la Fiducie et il n'est assujéti à aucun besoin de capitaux externes. La Fiducie étant un instrument de placement à capital fixe, elle ne permet pas les rachats. Les porteurs de parts peuvent négocier leurs parts en bourse. 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.

En 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 son flottant. En août 2008, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 428 607 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009.

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 de soutien du marché, la Fiducie a acheté, aux fins d'annulation, 398 500 parts, pour un total en trésorerie de 3 892 171 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (209 700 parts, pour un total de 2 701 827 \$, pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, aucune part n'a été émise en vertu du régime de réinvestissement des distributions, tandis que 17 621 parts ont été achetées sur le marché (aucune part n'a été émise et 37 815 parts ont été achetées sur le marché pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

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

| <u>Exercice terminé le<br/>31 décembre 2008</u>   | <u>Parts en<br/>circulation</u> | <u>Capital<br/>social</u> | <u>Surplus<br/>d'apport</u> | <u>Bénéfices<br/>non<br/>répartis<br/>(déficit)</u> | <u>Capitaux<br/>propres</u> |
|---|---------------------------------|---------------------------|-----------------------------|---|-----------------------------|
| <b>Solde au</b>   |                                 |                           |                             |   |                             |
| <b>31 décembre 2007</b> . . . . .   | 4 572 915                       | 98 502 805                | \$ 14 256 371               | \$ (58 981 559)                                     | \$ 53 777 617               |
| Augmentation (diminution) de<br>l'actif net liée aux activités<br>pour l'exercice . . . . . |                                 |                           |                             | (15 284 751)  | (15 284 751)                |
| Parts annulées au cours de<br>l'exercice . . . . .  | (398 500)                       | (7 487 938)               | 3 595 767                   | —   | (3 892 171)                 |
| Distributions . . . . .   |                                 |                           |                             | (3 694 732)   | (3 694 732)                 |
| <b>Solde au</b>   |                                 |                           |                             |   |                             |
| <b>31 décembre 2008</b> . . . . .   | <u>4 174 415</u>                | <u>91 014 867</u>         | <u>17 852 138</u>           | <u>(77 961 042)</u>                                 | <u>30 905 963</u>           |

| <u>Exercice terminé le<br/>31 décembre 2007</u>                        | <u>Parts en<br/>circulation</u> | <u>Capital<br/>social</u> | <u>Surplus<br/>d'apport</u> | <u>Bénéfices<br/>non<br/>répartis<br/>(déficit)</u> | <u>Capitaux<br/>propres</u> |
|--|---------------------------------|---------------------------|-----------------------------|---|-----------------------------|
| <b>Solde au</b>  |                                 |                           |                             |   |                             |
| <b>31 décembre 2006</b> . . . .  | 4 782 615                       | 102 443 133               | \$ 13 017 870               | \$ (47 810 048)                                     | \$ 67 650 955               |
| Augmentation (diminution)<br>de l'actif net liée aux<br>activités pour |                                 |                           |                             |   |                             |
| l'exercice . . . . .   | —                               | —                         | —                           | 2 099 086   | 2 099 086                   |
| 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)                |
| <b>Solde au</b>  |                                 |                           |                             |   |                             |
| <b>31 décembre 2007</b> . . . .  | <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>        |

## 8. 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 la valeur liquidative 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 inscrit 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 inscrit 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 *U.S.*

*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 *U.S. Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association des États-Unis.

## 9. 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.

La Fiducie a versé des distributions de 0,85 \$ par part, pour un total de 3 694 732 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (2,87 \$ par part, pour un total de 13 270 597 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Tout au long de l'exercice, les porteurs de parts ont eu le choix de recevoir des distributions au comptant ou sous forme de parts supplémentaires en vertu du régime de réinvestissement des distributions. Aucune part n'a été émise en vertu de ce régime au cours de l'exercice écoulé.

## 10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2008, 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 2008, la Fiducie disposait d'un report de pertes autres qu'en capital de 7 017 956 \$ (aucun en 2007) et pouvait se prévaloir de 33 652 \$ de pertes en capital brutes (2 716 191 \$ en 2007).

## 11. Indemnités

La Fiducie conclut diverses conventions qui peuvent comporter des clauses d'indemnisation aux termes desquelles, lorsque surviennent certains événements, elle peut être tenue de verser certaines indemnités. Par le passé, aucune indemnité n'a été versée en vertu de ces clauses, et la Fiducie estime le passif exigible correspondant à zéro.

## 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 quatorze 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 7,9 G\$ CA, dont 2,8 G\$ US en fonds de couverture au 31 décembre 2008. 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 est établie 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 <sup>Plus</sup>, 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  
Assistance téléphonique : 1-800-387-0825

## **POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :**

---

Mohamed Khaki  
Téléphone : (416) 360-5435  
Télécopieur : (416) 360-0671  
Courriel : [mpt@northwatercapital.com](mailto:mpt@northwatercapital.com)

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

Symbol TSE : NMN.UN

Also available in English





