


NORTHWATER

**Northwater Market-Neutral Trust**

Rapport annuel

31 décembre 2009



## 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 2009, 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	3
Rapport du Comité d'examen indépendant	15
Responsabilité de la direction	19
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts	20
États financiers vérifiés	21
Northwater Fund Management Inc.	39

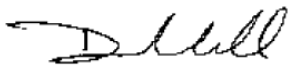
## MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est un fonds de placement à capital fixe qui était inscrit à la Bourse de Toronto jusqu'au 31 décembre 2009. Au 31 décembre 2009, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 3,71 \$. La Fiducie a enregistré un rendement de -1,97 % sur l'exercice. Au cours de l'exercice, elle a versé 3,60 \$ par part en distributions, dont une première distribution de liquidation de 3,29 \$ versée le 29 juillet 2009 en prévision de la liquidation prévue pour la fin de l'exercice.

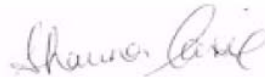
Bien que les marchés des actions et du crédit aient connu une forte reprise en 2009, tous les fonds de couverture sous-jacents n'ont pas bénéficié de la même façon des effets positifs de cette reprise. Si quelques gestionnaires de fonds ont réussi à tirer parti de la reprise générale des marchés, cela n'a pas été le cas de la majorité des fonds de couverture, qui ont dû composer avec un grand nombre de positions fragiles et peu liquides et n'ont pas bénéficié de cette remontée spectaculaire. La vague de demandes de rachat amorcée au quatrième trimestre de 2008 s'est poursuivie en 2009 avec le résultat que de nombreux fonds de couverture ont été contraints d'interrompre les rachats et, dans bien des cas, d'en modifier les conditions.

En prévision de la liquidation, qui devait avoir lieu initialement le 31 décembre 2009, la Fiducie n'a réalisé aucun nouveau placement en 2009. Elle a reçu directement des fonds de couverture la plus grande partie du produit des rachats, à la valeur liquidative totale. Elle a par ailleurs effectué un petit nombre de transactions sur le marché secondaire, liquidant ses placements en fonds de couverture à un prix inférieur à la valeur déclarée précédemment. Toutes ces transactions ont été effectuées par l'intermédiaire d'un agent; les placements ont été vendus à des acheteurs non apparentés et n'entretenant aucun lien de dépendance avec la Fiducie. Elles portaient sur certains fonds seulement dont le prix avait été fixé pour tous les participants et pour lesquels nous avons comparé les risques de conserver le placement sans que la liquidation soit certaine et l'assurance de réaliser une transaction qui nous procurerait les liquidités dont nous avons besoin. Nous continuerons de chercher des occasions semblables, afin d'accroître notre visibilité quant au moment de la liquidation et d'accélérer le rythme de versement des distributions au-delà de ce qui serait possible dans le cadre d'un processus de liquidation prolongée.

Le 31 janvier 2010, la Fiducie avait annoncé qu'elle verserait une distribution additionnelle de 1,54 \$ par part et s'engageait à poursuivre la distribution des actifs restants. La société de gestion continue de chercher activement des moyens d'accélérer la monétisation des placements en fonds de couverture de la Fiducie et d'en distribuer le produit aux porteurs de parts dans les meilleurs délais.



DANIEL C.R. MILLS, CFA  
Administrateur délégué  
Northwater Fund Management Inc.



SHAUNA CASSIDY, CFA  
Vice-présidente  
Northwater Fund Management Inc.

Le 30 août 2010

## 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 2009, 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 de la Fiducie, 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.

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

### Adoption de nouvelles normes comptables / Modification de normes comptables

En 2009, le Conseil des normes comptables a modifié le chapitre 3862 du Manuel de l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA »), intitulé « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »). Cette modification vient étoffer les exigences d'information sur les éléments pris en compte dans le calcul de la juste valeur des instruments financiers.

Les notes afférentes aux états financiers tiennent compte des exigences du chapitre 3862.

### Objectifs de placement et stratégies

#### Objectifs de placement

Les événements qui se sont produits sur les marchés en 2009 ont réduit la capacité de la Fiducie à atteindre les objectifs qu'elle s'était fixés à l'origine. L'objectif actuel de la Fiducie consiste toujours à maximiser la valeur et le rendement du capital en procédant de manière ordonnée à la liquidation des placements en fonds de couverture sous-jacents (le « portefeuille de fonds de couverture »).

#### Stratégies de placement

##### Fonds de couverture

Malgré les efforts qu'elle a déployés afin d'obtenir le rachat de l'intégralité de ses positions dans des fonds de couverture avant la date de liquidation prévue, (la « date de liquidation »), le 31 décembre 2009, la Fiducie détient encore des positions non liquides dont le processus de remboursement de capital a été étendu sur une période prolongée.

##### Contrats à terme sur devises

Tout au long de l'existence de la Fiducie, le portefeuille de fonds de couverture en dollars américains a été couvert en dollars canadiens, monnaie fonctionnelle de la Fiducie. Le maintien de ce programme de couverture sur les devises nécessitait de la trésorerie. À l'approche de la date de liquidation, et dans un souci de rembourser le capital aux investisseurs, la Fiducie a mis fin au programme de couverture le 31 décembre 2009.

### Processus de gestion des placements

Le processus de gestion des placements était centré sur la liquidation ordonnée de la Fiducie. Le processus de liquidation de la Fiducie se prolongeant au-delà de la date prévue, le conseiller en placement a poursuivi ses efforts en vue de convaincre les gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents de l'importance du calendrier de règlement des demandes de rachats. Dans certains cas, la Fiducie a vendu des fonds de couverture sur le marché secondaire à un prix inférieur à la valeur liquidative déclarée. Le conseiller en placement continue de chercher des occasions semblables, afin d'accroître la visibilité quant au moment de la liquidation et d'accélérer le rythme de versement des distributions au-delà de ce qui serait possible dans le cadre d'un processus de liquidation prolongée.

Le conseiller en placement gère les portefeuilles d'autres clients que la Fiducie. Les décisions de liquidation des placements, pour les clients ayant des objectifs similaires, respectent les directives spécifiques à chacun et les exigences de liquidité.

### Levier financier

Le 19 novembre 2009, la Fiducie a mis fin à une facilité de crédit renouvelable qui constituait pour elle un levier financier servant à accroître le rendement de ses investissements. Par conséquent, au 31 décembre 2009, la Fiducie n'utilisait aucun levier financier (22,59 % au 31 décembre 2008).

### 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 2009 et 2008.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2009</b>	<b>Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2008</b>
Nombre de rendements mensuels positifs	102	96
Nombre de rendements mensuels négatifs	47	41
Pourcentage des mois négatifs	31,5 %	29,9 %
Rendement moyen des mois négatifs	(1,60) %	(1,72) %
Rendement mensuel le plus bas	(12,53) %	(12,53) %

<b>Statistiques des fonds de couverture</b>	<b>Exercices terminés les 31 décembre</b>	
	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>1)</sup>	10	6
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>1)</sup>	7	19
Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>2) 3)</sup>	18,12 %	15,87 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>2)4)</sup>	0,39	0,41

1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2008.

2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2009 et 2008 sur les fonds 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.

Les modifications importantes ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie survenues au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009 sont une conséquence directe des turbulences sans précédent qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement et dont ont souffert de nombreux acteurs du marché, notamment le secteur des fonds de couverture. Cependant, le manque de diversification découlant de la réduction du nombre de fonds de couverture et des contraintes en matière de liquidité imposées par de nombreux gestionnaires représente également un risque.

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 2009.

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 15,34 %, comparativement à 16,07 % en 2008.

Le degré de similitude entre les rendements des gestionnaires (corrélation moyenne entre les fonds de couverture), particulièrement faible et stable par le passé, est demeuré élevé en 2009, ce qui traduit le manque de liquidité des placements dans les fonds de couverture sous-jacents et la réduction de la diversification du portefeuille.

Le conseiller en placement a déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents. Il n'a effectué aucun nouveau placement pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur le portefeuille de fonds de couverture, il est probable, selon le conseiller en placement, que la Fiducie soit maintenue et continue de liquider ses placements au-delà de la date de liquidation fixée initialement au 31 décembre 2009. Le programme de couverture ayant pris fin le 31 décembre 2009, la Fiducie est exposée aux fluctuations du taux de change du dollar américain.

Au 30 juin 2010, environ 91 % de la Fiducie restaient tributaires des mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Les 17 placements composant le portefeuille de fonds de couverture sont tous soumis à des restrictions en matière de liquidité se prolongeant au-delà de la date de liquidation de la Fiducie du 31 décembre 2009.

Le conseiller en placement continue de chercher activement des moyens d'accélérer la monétisation des placements en fonds de couverture de la Fiducie afin d'en distribuer le produit aux porteurs de parts dans les meilleurs délais. Dans l'éventualité où le conseiller en placement trouverait le moyen d'y parvenir, la valeur obtenue à l'issue des opérations de monétisation s'écarterait probablement de manière importante de la valeur liquidative et des estimations fournies par les administrateurs ou les gestionnaires du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie.

Le tableau suivant présente le calendrier prévu pour le règlement des rachats demandés aux gestionnaires des fonds de couverture sous-jacents, en tenant compte des renseignements dont le conseiller en placement disposait à la date indiquée :

<b>Règlement des rachats prévus en 2010, classés selon le statut des fonds au 31 décembre 2009</b>		
	<b>Montant</b>	<b>% du total du fonds de couverture détenu</b>
Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>	1 638 042 \$	21 %
En liquidation	1 506 390 \$	20 %
	3 144 432 \$	41 %
<b>Règlement des rachats prévus après 2010, classés selon le statut des fonds</b>		
	<b>Montant</b>	<b>% du total du fonds de couverture détenu</b>
Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>	1 288 219 \$	17 %
En liquidation	3 163 676 \$	42 %
	4 451 895 \$	59 %

1) Les fonds inclus dans la catégorie des rachats soumis à restriction sont ceux dont 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.

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

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009, le Fonds a affiché une perte de -1,97 % (-31,23 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008). Les distributions versées au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009 totalisent 14 270 443 \$, ou 3,60 \$ par part (3 694 732 \$ ou 0,85 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008). La plus importante contribution au rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009 provient des fonds multistratégie, tandis que la stratégie d'arbitrage statistique a été globalement la moins rentable.

Tous les fonds sous-jacents composant le portefeuille de fonds de couverture détenu par la Fiducie subissent actuellement des contraintes de liquidité. Par conséquent, les rendements négatifs reflètent, pour la plupart, le manque de liquidité de ces placements. Les rendements positifs des fonds multistratégie découlent du fait que les placements sous-jacents redeviennent progressivement liquides et témoignent d'un rebond de la valeur de marché.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2009 et 2008.

Stratégie	Exercices terminés les 31 décembre	
	2009	2008
Activiste	-	(35,34) %
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	(1,03) %	0,61 %
Arbitrage sur titres en difficulté	(1,74) %	(22,55) %
Arbitrage de produits de taux	0,22 %	(54,01) %
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	(25,88) %	(33,71) %
Multistratégie	29,23 %	(38,96) %
Arbitrage de réassurance	-	(1,88) %
Arbitrage statistique	(49,18) %	(10,93) %
Arbitrage sur financement structuré	(9,93) %	(59,36) %

Tous les placements dans les fonds activistes, d'arbitrage de produits de taux et d'arbitrage de réassurance ont été rachetés.

En dehors des résultats obtenus par les gestionnaires de fonds multistratégie, les rendements indiqués dans le tableau ci-dessus correspondent plutôt à la performance de certains gestionnaires qu'à celle d'une stratégie en particulier.

Dans le cas de l'arbitrage statistique, le rendement affiché correspond à la présence résiduelle de quelques positions peu liquides dans le portefeuille d'un fonds engagé dans un processus de liquidation complète. Pour ce qui est de l'arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires, le rendement négatif présenté découle de la vente d'un placement sur le marché secondaire à un prix inférieur à la valeur liquidative déclarée par le fonds de couverture. La Fiducie a choisi d'effectuer cette transaction pour accroître ses liquidités et cesser de détenir un fonds de couverture particulièrement peu liquide.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, les emprunts de la Fiducie au titre de sa facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne ont varié entre 0 \$ et 6 981 592 \$. (Ils avaient fluctué entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008.) La Fiducie n'avait utilisé aucun levier financier au 31 décembre 2009 (23,59 % au 31 décembre 2008). En 2009, 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 386 300 parts aux fins d'annulation pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009 pour un montant en trésorerie de 1 800 468 \$ (398 500 parts pour un montant en trésorerie de 3 892 171 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008). Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2009 dans une proportion de 1,89 % (contribution de 0,90 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

## État du portefeuille de placements

La Fiducie avait été établie afin d'investir dans des fonds de couverture qui misaient sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement jugeait relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Elle devait être liquidée le 31 décembre 2009.

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 2009, la Fiducie détenait des placements dans 17 fonds de couverture (25 au 31 décembre 2008) gérés par 16 gestionnaires (24 au 31 décembre 2008), engagés dans six stratégies neutres ou de couverture. 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 2009, la Fiducie n'a investi dans aucun nouveau fonds, et a demandé le rachat de ses parts sur huit fonds de couverture, soit un fonds activiste, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières, deux fonds d'arbitrage de produits de taux, un fond d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires, deux fonds d'arbitrage de réassurance et un fonds d'arbitrage statistique (elle n'avait investi dans aucun nouveau fonds et avait demandé le rachat de ses parts dans douze fonds de couverture pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

La composition du portefeuille à la fin de l'exercice reflète le manque de liquidité persistant qui caractérise de nombreuses stratégies de fonds de couverture. Les demandes de rachat des fonds de couverture encore détenus dans le portefeuille ont été déposées et le conseiller en placement continue de chercher activement des moyens de liquider le portefeuille de fonds de couverture sous-jacents afin de distribuer dès que possible aux porteurs de parts le produit de cette monétisation.

## 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 2009 et 2008. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2009			31 décembre 2008		
	N <sup>bre</sup> de fonds	Juste valeur		N <sup>bre</sup> de fonds	Juste valeur	
Activiste	-	-		1	1 351 261 \$	5 %
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	2	1 533 397 \$	20 %	3	5 790 168	22 %
Arbitrage sur titres en difficulté	2	1 640 805	22 %	2	2 869 818	11 %
Arbitrage de produits de taux	1	-	0 %	3	1 402 414	5 %
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	2	679 545	9 %	3	3 313 968	12 %
Multistratégie	3	1 653 081	22 %	4	4 236 603	16 %
Arbitrage de réassurance	-	-		2	1 048 106	4 %
Arbitrage statistique	3	70 073	1 %	3	3 783 424	14 %
Arbitrage sur financement structuré	4	2 019 426	26 %	4	3 048 779	11 %
	17	7 596 327 \$	100 %	25	26 844 541 \$	100 %

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 2009 et 2008.

Stratégie	31 décembre 2009	31 décembre 2008
Activiste	-	4,37 %
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	10,60 %	10,52 %
Arbitrage sur titres en difficulté	9,91 %	8,09 %
Arbitrage de produits de taux	-	2,44 %
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	4,70 %	5,37 %
Multistratégie	10,22 %	3,80 %
Arbitrage de réassurance	-	2,21 %
Arbitrage statistique	0,25 %	6,34 %
Arbitrage sur financement structuré	7,99 %	5,52 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, l'ensemble des fonds de couverture au 31 décembre 2009. 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.

Placements dans des fonds de couverture	Type de placement	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.*	Actions participatives	1 334 751 \$	1 489 794 \$	10,60 %
Citadel Kensington Global Strategies Fund Ltd.*	Actions participatives	1 798 935	1 436 469	10,22 %
Cerberus International SPV Ltd.	Actions participatives	638 383	1 392 530	9,91 %
Fortress Value Recovery Fund I Ltd.**	Actions à droit de vote et solde du capital	2 577 577	1 123 214	7,99 %
Medley Opportunity Fund, Ltd.*	Actions participatives	776 689	856 281	6,09 %
Fonds 189*	Actions participatives	1 234 714	660 015	4,70 %
Fonds 212*	Actions participatives	-	248 281	1,77 %
Fonds 183*	Actions participatives	162 481	174 391	1,24 %
Fonds 171*	Actions participatives	20 684	43 604	0,31 %
Fonds 146*	Actions participatives	59 359	42 222	0,30 %
Fonds 220*	Actions participatives	120 314	39 921	0,28 %
Fonds 211*	Actions participatives	-	35 659	0,25 %
Fonds 226*	Actions participatives	-	21 864	0,16 %
Fonds 103*	Actions participatives	14 002	19 531	0,14 %
Fonds 104*	Actions participatives	157 129	12 551	0,09 %
Fonds 187*	Actions participatives	1 687 130	-	-
Fonds 191*	Actions participatives	-	-	-
		10 582 148 \$	7 596 327 \$	

\* 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.

\*\* auparavant connue sous le nom de D.B. Zwirn Special Opportunity Fund, Ltd.

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				
	2009	2008	2007	2006	2005
Actif net au début de l'exercice	7,40 \$	11,76 \$	14,15 \$	13,88 \$	14,73 \$
<b>Augmentation (diminution) liée aux activités</b>					
Total des revenus	0,02	0,04	0,05	0,05	0,04
Total des charges	(0,13)	(0,27)	(0,41)	(0,41)	(0,35)
Gains réalisés (pertes) pour l'exercice	(0,02)	(1,88)	2,80	(0,02)	0,28
Gains non réalisés (pertes) pour l'exercice	(0,07)	(1,40)	(1,99)	1,70	0,33
<b>Augmentation (diminution) totale liée aux activités<sup>1)</sup></b>	<b>(0,20)</b>	<b>(3,51)</b>	<b>0,45</b>	<b>1,32</b>	<b>0,29</b>
<b>Distributions :</b>					
Revenu de placement (hors dividendes)	0,46	0,85	1,71	0,04	0,36
Gains en capital	-	-	-	-	-
Remboursement de capital	3,60	-	1,16	1,10	0,80
Distributions totales de l'exercice <sup>2)</sup>	3,60	0,85	2,87	1,14	1,16
Actif net à la fin de l'exercice <sup>3)</sup>	3,71 \$	7,40 \$	11,76 \$	14,15 \$	13,88 \$

- 1) L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation (la diminution) liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de l'exercice.
- 2) 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

	2009	2008	2007	2006	2005
Actif net total (en milliers de dollars) <sup>1)</sup>	14 053 \$	30 906 \$	53 778 \$	67 651 \$	71 507 \$
Nombre de parts en circulation <sup>1)</sup>	3 788 115	4 174 415	4 572 915	4 782 615	5 150 015
Ratio des frais de gestion <sup>2)</sup>	3,91 %	9,16 %	9,17 %	6,60 %	7,08 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge <sup>2)</sup>	3,91 %	9,16 %	9,17 %	6,60 %	7,08 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>3)</sup>	0,02 %	3,87 %	12,11 %	22,97 %	40,56 %
Ratio des frais d'opérations <sup>4)</sup>	0,13 %	0,03 %	0,03 %	0,05 %	0,00 %
Cours de clôture à la fin de l'exercice	3,71 \$	5,85 \$	9,58 \$	13,00 \$	12,55 \$

- 1) Données arrêtees au 31 décembre de chacun des exercices indiqués.
- 2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué et est exprimé en pourcentage annualisé de l'actif net moyen de fin de mois au cours de l'exercice. 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 1,51 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009, 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 et 2005. 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 2005 à 2007 ont été calculés au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice 2006. La direction reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 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 2008. 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 l'exercice 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 l'exercice.

## Rendements passés

### Information d'ordre général

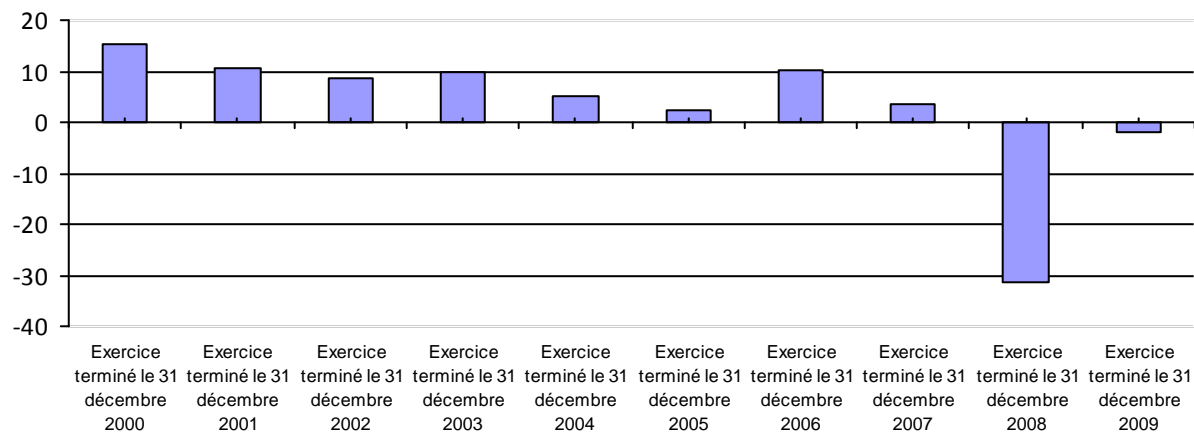
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour l'exercice indiqué 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 exercice indiqué et présente la variation de son rendement d'un exercice à l'autre.
- Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de l'exercice, d'un placement effectué le premier jour de cet exercice.



## Rendements annuels composés

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

	Depuis l'établissement*	5 ans	3 ans	1 an
Northwater Market-Neutral Trust	2,46 %	-4,68 %	-11,33 %	-1,97 %
Indice composé S&P/TSX	6,53 %	7,66 %	-0,21 %	35,05 %
Indice des bons du Trésor 91 jours Scotia Capitaux	3,51 %	2,98 %	2,78 %	0,61 %
Indice obligataire universel DEX	6,21 %	5,20 %	5,16 %	5,41 %

\* 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 canadien 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.

Le tableau montre que, bien que le rendement à long terme ait été positif depuis l'établissement, l'incidence du faible levier financier, combinée au piètre rendement obtenu en 2008, a donné lieu à des résultats négatifs sur les périodes de trois et cinq ans. Les résultats récents reflètent le peu de liquidité des actifs encore inscrit au portefeuille, malgré l'évolution positive des marchés d'actions et d'obligations.

### Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

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 271 053\$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009, et le montant que la Fiducie devait payer au 31 décembre 2009 s'établissait à 47 127\$.

La société de gestion verse une partie de ses honoraires au conseiller en placement, en contrepartie de ses services à la Fiducie. 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 2009, la valeur liquidative par part publiée de la Fiducie a fluctué entre 3,71 \$ et 7,40 \$ (entre 7,40 \$ et 11,61 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008), 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 2009, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 2,54 \$ et 7,19 \$ (entre 4,50 \$ et 11,55 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

### Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 3,60 \$ par part (pour un total de 14 270 443 \$), contre 0,85 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (pour un total de 3 694 732 \$).

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 2009.

### Historique des distributions

Date de clôture des registres	Date de versement	Nature des distributions à des fins fiscales	Montant par part
31 mars 2009	29 avril 2009	Remboursement de capital	0,15 \$
30 juin 2009	29 juillet 2009	Remboursement de capital	3,29 \$
30 septembre 2009	29 octobre 2009	Remboursement de capital	0,08 \$
31 décembre 2009	29 janvier 2010	Remboursement de capital	0,08 \$

### 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.

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. À l'approche de la date de liquidation prévue, aux termes de ses documents de placement, la Fiducie n'a pas déposé de nouvel avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités après le 10 septembre 2009, date à laquelle sa précédente offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités prenait fin.

Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009, la Fiducie a racheté 386 300 parts, pour un total de 1 800 468 \$, aux fins d'annulation en vertu de ce programme (398 500 parts pour un produit en trésorerie de 3 892 171 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008). Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2009 dans une proportion de 1,89 % (contribution de 0,90 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

### Conséquences fiscales potentielles de la liquidation

La société de gestion a commencé à verser les distributions spéciales au comptant (les « distributions de liquidation ») aux porteurs de parts inscrits au 30 juin 2009, en vue de la dissolution prévue de la Fiducie. Comme la Fiducie l'avait annoncé, après ce premier versement, la proportion de certaines positions non liquides par rapport à l'actif de la Fiducie a dépassé la limite de concentration de 10 %, et la Fiducie a par conséquent cessé d'être admissible à titre de fonds commun de placement aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada à partir du 29 juillet 2009.

La Fiducie ayant cessé d'être admissible à titre de fonds commun de placement, elle n'est plus admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada et elle cessera par conséquent également d'être un « placement admissible » pour les comptes enregistrés, notamment les FERR, les REER et les REEE. Les investisseurs qui ne l'ont pas encore fait devraient communiquer dès que possible avec leurs conseillers afin d'obtenir des conseils fiscaux relativement à la disparition de ce statut.

## Modifications futures de conventions comptables

Le Conseil des normes comptables du Canada a confirmé le 1<sup>er</sup> janvier 2011 comme date de basculement (date à laquelle les IFRS remplaceront les normes et interprétations canadiennes actuelles en tant que PCGR pour les entreprises ayant une obligation publique de rendre des comptes, comme les fonds de placement et tous les autres émetteurs assujettis. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont émis l'Avis 52-320 du personnel, qui exige que Northwater publie des mises à jour sur l'état d'avancement de son plan d'adoption des nouvelles normes d'information financière, dans ses rapports de gestion annuel et intermédiaires des périodes de déclaration jusqu'à la date de basculement. Le Fonds travaille à l'établissement d'un plan de transition permettant de respecter le calendrier publié par l'ICCA. Les principaux éléments du plan comprennent la présentation des répercussions qualitatives et quantitatives, s'il y a lieu, sur les états financiers de 2010 et la préparation des états financiers de 2011 selon les IFRS. Northwater s'attend à devoir apporter des changements à ses états financiers, mais elle n'est pas en mesure à l'heure actuelle d'estimer l'incidence réelle du passage aux IFRS. Northwater ne s'attend pas à devoir fournir des éléments d'information supplémentaires par suite de l'adoption des IFRS; l'évaluation de l'information à fournir et des changements à apporter en vue de divulguer les renseignements exigés est encore en cours.

## 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 (le « CEI ») de la Fiducie, conformément au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement.

Ce rapport est le troisième rapport annuel du CEI conforme aux exigences du Règlement 81-107. Cependant, le conseil consultatif a publié des rapports aux porteurs de parts chaque année depuis le 10 mars 2006.

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

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

La liquidation de la Fiducie, conformément à ce que celle-ci a annoncé, était prévue pour le 31 décembre 2009. En 2009, le CEI a travaillé en ce sens avec la société de gestion dans le cadre de son mandat. Malheureusement, il n'a pas été possible de liquider la totalité des placements en portefeuille avant le 31 décembre 2009, date prévue pour la liquidation de la Fiducie.

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

Cordialement,



Peter Vesely  
Président du comité d'examen indépendant

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

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

<u>Nom</u>	<u>Domicile</u>	<u>Date de nomination</u>
Ann Marshall	Toronto (Ontario)	10 mars 2006
Peter Vesely	Toronto (Ontario)	1 <sup>er</sup> novembre 2007

\* Comme nous l'avions annoncé dans la lettre aux investisseurs de 2009, Jeffrey Francoz a démissionné de son poste de président du Comité d'examen indépendant le 31 mars 2009. Il n'y a eu aucun autre changement dans la composition du CEI pendant la période.

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

**Propriété des titres**

a) Fiducie et Fonds

Au 31 décembre 2009, 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 2009, 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 2009, 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 2009.

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

### **Information d'ordre général**

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, les membres du CEI ont tenu quatre réunions. Les deux membres du CEI ont assisté à toutes ces réunions.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, 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 et du Fonds, 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.

Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009, la société de gestion a avisé les membres du CEI des difficultés auxquelles la Fiducie était confrontée dans ces efforts visant à liquider les placements du Fonds afin de respecter la date de liquidation du 31 décembre 2009. La société de gestion a ensuite avisé le CEI de son intention de chercher d'autres moyens de monétiser et de liquider le portefeuille en vue de reverser le capital aux porteurs de parts à la date prévue ou aussitôt que possible par la suite. Malheureusement, à la date du présent rapport, il n'a pas encore été possible de liquider le portefeuille et la Fiducie doit être maintenue. La société de gestion continue de suivre le portefeuille et de travailler en collaboration avec les gestionnaires de fonds sous-jacents pour liquider ses placements le plus rapidement et le plus efficacement possible. La société de gestion a porté cette question à l'attention du CEI à titre d'information seulement, et non comme pouvant présenter un potentiel de conflit d'intérêts requérant son intervention.

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 et le Fonds au CEI pour la période de douze mois terminée le 31 décembre 2009, s'est élevée à 16 403,80 \$.

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 revoit la rémunération de ses membres au moins une fois par an, en fonction des éléments suivants :

1. les intérêts de la Fiducie et du Fonds
2. l'adéquation juste et raisonnable entre la rémunération versée et les avantages généraux et spécifiques dont la Fiducie et le Fonds bénéficient
3. la recommandation de la société de gestion
4. la nature et la complexité des activités de la Fiducie et du Fonds
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 permanentes*

1. permettre les transferts entre la Fiducie et le Fonds et d'autres entités selon les conseils de la société de gestion, 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.

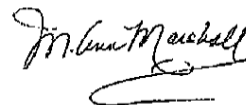
### *Politiques traitant des conflits d'intérêts*

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 continuerons à assurer nos fonctions en 2010 pour le bénéfice de la Fiducie.



**Peter Vesely**



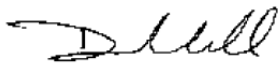
**Ann Marshall**

## Responsabilité de la direction

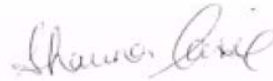
Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion »), et approuvés par le conseil d'administration de la société de gestion. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du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

PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l. est le cabinet chargé de la vérification comptable de la Fiducie. Les vérificateurs ont vérifié les états financiers conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada afin d'exprimer une opinion aux porteurs de parts concernant ces états financiers. Leur rapport figure à la page 20.



Daniel Mills, CFA  
Administrateur délégué



Shauna Cassidy, CFA  
Vice-présidente

Le 30 août 2010

## Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts

### **Au 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 2009, les états de l'actif net aux 31 décembre 2009 et 2008 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers consolidés 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 2009 et 2008 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 30 août 2010

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

### États de l'actif net

	31 décembre 2009	31 décembre 2008
<b>Actif</b>		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 6 083 609 \$ en 2009; 11 440 374 \$ en 2008)	6 083 640 \$	10 144 376 \$
Placements à court terme déposés à titre de marge sur les contrats à terme – à la valeur marchande (note 6) (coût : 199 976 \$ en 2009; 1 295 723 \$ en 2008)	199 994	1 297 647
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 4) (coût : 10 582 148 \$ en 2009; 29 740 622 \$ en 2008)	7 596 327	26 844 541
Intérêts sur emprunts payés d'avance	-	4 373
Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 6)	75 273	270 639
Montant à recevoir sur les rachats de titres des fonds de couverture (note 3)	501 266	1 322 384
	14 456 500	39 883 960
<b>Passif</b>		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	53 626	73 742
Frais de gestion à payer (note 9)	47 127	108 520
Intérêts et commissions de garantie à verser	-	1 964
Distribution à payer (note 13)	303 049	667 906
Emprunt bancaire (note 7)	-	6 981 592
Fonds de couverture vendus d'avance	-	1 144 272
	403 802	8 977 996
<b>Actif net</b>	14 052 698 \$	30 905 964 \$
<b>Actif net et capitaux propres (note 8)</b>		
Capital social	71 302 567 \$	91 014 866 \$
Surplus d'apport	23 310 368	17 852 138
Déficit	(80 560 237)	(77 961 040)
<b>Total</b>	14 052 698 \$	30 905 964 \$
<b>Nombre de parts en circulation (note 8)</b>	3 788 115	4 174 415
<b>Actif net par part</b>	3,71 \$	7,40 \$

Signé au nom du fiduciaire,

Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs



Par : \_\_\_\_\_



Par : \_\_\_\_\_

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

### États des résultats

	Exercice terminé le 31 décembre 2009	Exercice terminé le 31 décembre 2008
<b>Revenu de placement</b>		
Revenu d'intérêts	38 141 \$	183 370 \$
Autre revenu	30 801	1 581
	68 942	184 951
<b>Charges</b>		
Frais de gestion (note 9)	271 053	586 809
Honoraires de vérification	99 335	85 550
Frais du comité d'examen indépendant	15 929	21 620
Droits de garde et honoraires du fiduciaire	3 155	11 349
Frais juridiques	-	55 795
Frais d'information aux porteurs de titres	71 401	92 696
Intérêts et commissions de garantie (note 7)	34 675	318 505
Coûts de transactions	5 299	13 454
	500 847	1 185 778
	(431 905)	(1 000 827)
<b>Perte nette de placement</b>		
<b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Placements dans des fonds de couverture	(1 758 656)	9 205 521
Contrats à terme sur devises (note 6)	2 502 952	(10 111 401)
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Placements dans des fonds de couverture	(89 740)	(6 967 436)
Contrats à terme sur devises (note 6)	(195 366)	873 822
Perte nette réalisée sur devises, hors placements en fonds de couverture	(809 640)	(7 284 430)
<b>Perte nette réalisée et non réalisée sur les placements pour l'exercice</b>	(350 450)	(14 283 924)
<b>Diminution de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b>	(782 355) \$	(15 284 751) \$
<b>Diminution de l'actif net liée aux activités, par part pour l'exercice*</b>	(0,20) \$	(3,51) \$

\* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice (3 943 507 en 2009; 4 350 669 en 2008).

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercice terminé le 31 décembre 2009	Exercice terminé le 31 décembre 2008
<b>Actif net au début de l'exercice</b>	30 905 964 \$	53 777 617 \$
<b>Diminution de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b>	(782 355)	(15 284 751)
<b>Opérations sur parts (note 8)</b>		
Annulation de parts	(1 800 468)	(3 892 170)
	(1 800 468)	(3 892 170)
<b>Distributions aux porteurs de parts (note 10)</b>		
Remboursement de capital	(14 270 443)	(3 694 732)
	(14 270 443)	(3 694 732)
<b>Actif net à la fin de l'exercice</b>	14 052 698 \$	30 905 964 \$

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

### États des flux de trésorerie

	Exercice terminé le 31 décembre 2009	Exercices terminés les 31 décembre 2008
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>		
Diminution de l'actif net liée aux activités Éléments hors trésorerie :	(782 355) \$	(15 284 751) \$
Variation de la moins-value non réalisée des placements dans des fonds de couverture	89 740	6 967 436
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises	195 366	(873 822)
Perte nette réalisée (gain) sur les fonds de couverture	1 758 656	(9 205 521)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des créditeurs et autres actifs	(79 100)	(79 572)
Achat de placements dans des fonds de couverture	(1 144 272)	(4 725 414)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture	18 220 936	39 666 001
Variation des sommes à court terme cédées en garantie des contrats à terme	1 097 653	275 536
	<u>19 356 624</u>	<u>16 739 893</u>
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>		
Remboursement du prêt bancaire	(6 981 592)	(5 597 052)
Distributions versées	(14 635 300)	(12 172 656)
Parts rachetées pour annulation	(1 800 468)	(3 892 171)
	<u>(23 417 360)</u>	<u>(21 661 879)</u>
<b>Diminution nette de la trésorerie et des placements à court terme</b>	(4 060 736)	(4 921 986)
<b>Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice</b>	10 144 376	15 066 362
<b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice</b>	6 083 640 \$	10 144 376 \$
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	23 161 \$	308 298 \$

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements  
31 décembre 2009

	Notation	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
<b>Placements dans des fonds de couverture*</b>						
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières				1 355 435 \$	1 533 397 \$	10,91 %
Arbitrage sur titres en difficulté				638 383	1 640 805	11,68 %
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires				1 248 716	679 545	4,84 %
Multistratégie				2 020 775	1 653 081	11,75 %
Arbitrage statistique				157 129	70 073	0,50 %
Arbitrage sur financement structuré				5 161 710	2 019 426	14,37 %
				<b>10 582 148</b>	<b>7 596 327</b>	<b>54,05 %</b>
<b>Trésorerie</b>				333 914	333 914	2,38 %
<b>Bons du Trésor**</b>						
Gouvernement du Canada	R-1(Élevé)	7 janvier 2010	4 050 000	4 049 814	4 049 879	28,82 %
Obligations du Canada (note 6)	R-1(Élevé)	7 janvier 2010	200 000	199 976	199 994	1,42 %
Gouvernement du Canada	R-1(Élevé)	21 janvier 2010	1 700 000	1 699 881	1 699 847	12,10 %
<b>Trésorerie et placements à court terme</b>				<b>6 283 585</b>	<b>6 283 634</b>	<b>44,72 %</b>
<b>Total des placements</b>				<b>16 865 733 \$</b>	<b>13 879 961 \$</b>	<b>98,77 %</b>
<b>Autres éléments d'actif net</b>					<b>172 737</b>	<b>1,23 %</b>
<b>Actif net total et capitaux propres</b>					<b>14 052 698 \$</b>	<b>100,00 %</b>

\* 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 2009 se situent entre 0,20 % et 1,50 %. Les notations sont celles établies par DBRS au 31 décembre 2009.

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

### Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2009 et 2008

---

#### 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 étaient auparavant inscrites à la cote de la Bourse de Toronto, sous le symbole NMN.UN, mais elles ont été radiées de la cote le 31 décembre 2009.

La Fiducie a entamé en 2008 le processus menant à la liquidation de ses activités dont la date a été fixée au 31 décembre 2009 (la « date de liquidation »). La société de gestion a commencé à distribuer l'actif net au prorata aux porteurs de parts inscrits au 30 juin 2009, la première distribution de liquidation étant de 3,14 \$ par part. Après la fin de l'exercice, la Fiducie a versé une deuxième distribution de liquidation, de 1,54 \$ par part, aux porteurs de parts inscrits au 27 janvier 2010. Malgré les efforts qu'elle a déployés afin d'obtenir le rachat de l'intégralité de ses positions dans des fonds de couverture avant la date de liquidation prévue, la Fiducie détient encore des positions non liquides dont la durée du remboursement de capital a été prolongée. La société de gestion continue de chercher activement des moyens d'accélérer la monétisation des placements dans des fonds de couverture de la Fiducie et d'en distribuer le produit aux porteurs de parts dans les meilleurs délais. Dans l'éventualité où la société de gestion trouverait le moyen d'y parvenir, la valeur obtenue à l'issue des opérations de monétisation s'écarterait probablement de manière importante de la valeur liquidative et des estimations fournies par les administrateurs ou les gestionnaires du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Au 31 décembre 2009, tous les placements dans des fonds de couverture sont soumis à des restrictions en matière de liquidité; de l'avis de la société de gestion, il est probable que la Fiducie continue à exercer ses activités et à liquider son portefeuille en 2010 et par la suite, jusqu'à ce que l'intégralité de l'actif ait été distribué.

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 dans des contrats à terme sur devises. Les contrats à terme sur devises ont été dénoués le 31 décembre 2009.

#### 2. Principales conventions comptables

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

##### Adoption de nouvelles normes comptables / Modification de normes comptables

En mars 2009, le chapitre 3862 du Manuel de l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA »), intitulé « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 ») a été modifié en vue d'étoffer les exigences d'information à l'égard des éléments pris en compte dans le calcul de la juste valeur. Cette modification exige notamment la classification des instruments financiers selon la priorité des données servant au calcul de la juste valeur.

Cette norme établit par ailleurs une hiérarchie à trois niveaux pour l'évaluation de la juste valeur, fondée sur la transparence des éléments servant à l'évaluation d'un actif ou d'un passif à la date d'évaluation. De manière générale, ces éléments correspondent aux hypothèses utilisées par les acteurs du marché pour prendre des décisions sur les évaluations, notamment les hypothèses relatives au risque.

## 2. Principales conventions comptables (suite)

Dans l'évaluation de ses placements, la Fiducie utilise généralement la valeur liquidative définitive publiée par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille des fonds ou, si celle-ci n'est pas disponible, la valeur provisoire la plus récente déterminée selon les rendements préliminaires publiés par ces mêmes gestionnaires ou entités. Toutefois, lorsqu'elle le juge approprié, elle peut procéder à des ajustements de la valeur liquidative déclarée d'un fonds sous-jacent en s'appuyant sur divers facteurs, notamment les caractéristiques des participations détenues, y compris les droits et les obligations, ainsi que toute restriction ou limitation quant à la liquidité de ces participations, et la juste valeur du portefeuille de placement ou des autres actifs ou passifs du fonds.

Les modifications apportées au chapitre 3862 entrent en vigueur pour les états financiers annuels se rapportant aux exercices terminés après le 30 septembre 2009. Les présentes notes tiennent compte de ces modifications.

Par conséquent, les placements évalués et présentés à la juste valeur sont classés dans l'une des trois catégories suivantes :

Niveau 1	Prix cotés sur un marché actif, sans ajustement, pour des actifs ou des passifs identiques;
Niveau 2	Données autres que les prix cotés, observables directement ou indirectement;
Niveau 3	Éléments non fondés sur des données de marché observables.

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 et les montants à recevoir 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 de l'actif net 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.

La juste valeur des montants à recevoir sur les rachats de fonds de couverture est évaluée en fonction de certains faits et circonstances relatifs à la recouvrabilité de ces montants.

### c) Couverture des devises

Au cours des exercices terminés les 31 décembre 2009 et 2008, la Fiducie concluait 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. Le 31 décembre 2009, le programme de couverture des risques de change a été supprimé et tous les contrats à terme ont été dénoués. Ceci a permis de dégager la trésorerie qui devait auparavant être conservée en réserve en vue du règlement des obligations de la Fiducie aux termes du programme. Ce programme de couverture est décrit dans les paragraphes suivants.

## 2. Principales conventions comptables (suite)

### c) Couverture des devises (suite)

À la conclusion d'un contrat à terme, la Fiducie était 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 étaient effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur de marché du contrat. Ces variations quotidiennes étaient 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 correspondait à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie versait ou recevait à la date d'évaluation.

Les contrats à terme étaient évalués au cours acheteur, tel qu'il était publié par la chambre de compensation compétente, à chaque date d'évaluation. S'il n'y avait pas de cours acheteur et vendeur, la société de gestion pouvait, 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'était 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) Coûts de transactions

Les coûts de transactions 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.

Les modifications importantes ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie comprennent une diminution de la diversification en raison de la réduction du nombre de placements en fonds de couverture dans le portefeuille, les contraintes de liquidité imposées par un grand nombre de gestionnaires de fonds sous-jacents et la suppression du programme de couverture des risques de change.

Le secteur des fonds de couverture, comme d'autres acteurs du marché, continue de subir les effets des turbulences que connaissent les marchés financiers. Ceci a eu des répercussions sur les rendements et la volatilité de la Fiducie en 2009. En outre, à mesure que la Fiducie avance dans le processus de liquidation, son exposition aux fonds de couverture varie sans cesse, et ses placements dans les fonds de couverture sont de moins en moins diversifiés, ce qui entraîne 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 fondé 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. La Fiducie peut être exposée indirectement au risque de marché si les fonds sous-jacents investissent dans des actions.

Avant le début du processus de liquidation de la Fiducie, la société de gestion cherchait à atténuer le risque de marché en investissant dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture. À mesure que la Fiducie a liquidé ses placements dans les fonds de couverture sous-jacents, la diversification de son portefeuille s'est amenuisée. Par conséquent, le risque d'une incidence importante d'une variation du prix d'un placement dans un fonds de couverture particulier sur le rendement global de la Fiducie s'est accru.

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.

Stratégie	31 décembre 2009	31 décembre 2009	31 décembre 2008	31 décembre 2008
	Variation potentielle du rendement de la stratégie return *		Variation potentielle du rendement de la stratégie*	Incidence sur l'actif net (\$)
Activiste	- \$	- \$	16,72 %	186 164 \$
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	5,38 %	82 713	4,93 %	235 537
Arbitrage sur titres en difficulté	9,27 %	152 162	10,38 %	245 491
Arbitrage de produits de taux	-	-	28,19 %	325 719
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	15,28 %	103 832	12,94 %	353 309
Multistratégie	19,26 %	318 344	17,23 %	601 476
Arbitrage de réassurance	-	-	4,46 %	38 551
Arbitrage statistique	28,97 %	20 297	14,44 %	449 949
Arbitrage sur financement structuré	30,30 %	611 938	30,09 %	755 729

\* La variation potentielle du rendement d'une stratégie est calculée en fonction de l'écart type de chaque stratégie, mesuré en dollars américains sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture figurant dans le portefeuille au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2008, respectivement.

Dans la pratique, les résultats réels peuvent différer de cette analyse de sensibilité, et l'écart pourrait être important.

### 3. Risques liés aux instruments financiers (suite)

#### 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 sont donc non liquides. La Fiducie est assujettie à des restrictions concernant les rachats de parts sur tous les fonds de couverture qui subsistent dans son portefeuille. Ces fonds de couverture sont dans un processus de remboursement de capital qui pourrait s'étendre sur une période prolongée. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujettis à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions et à des restrictions visant les placements non liquides mis de côté.

La Fiducie a mis fin le 19 novembre 2009 à une facilité de crédit qui lui permettait d'obtenir de la trésorerie sous certaines conditions. Étant donné la suppression du programme de couverture des risques de change, la Fiducie estime que son encaisse actuelle ou le produit du rachat des placements en fonds de couverture suffiront à couvrir les risques liés à ses placements.

Pour atténuer le risque de liquidité, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié entre différents gestionnaires et stratégies. Cependant, 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, la société de gestion avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents. Il n'a effectué aucun nouveau placement pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009.

La valeur des sommes à recevoir sur les rachats de placements en fonds de couverture en 2010 s'élèvera à 3 144 432 \$, soit 41 % du portefeuille de fonds de couverture.

La valeur des sommes à recevoir sur les rachats de placements en fonds de couverture au-delà de 2010 s'élèvera à 4 451 895 \$, soit 59 % du portefeuille de fonds de couverture.

Le règlement des demandes de rachat de la Fiducie s'est étendu au-delà de la date de liquidation et a eu une incidence sur la distribution de l'actif aux porteurs de parts.

### 3. Risques liés aux instruments financiers (suite)

Les montants à recevoir au titre des rachats de parts de fonds de couverture totalisaient 501 266 \$ au 31 décembre 2009 (1 322 384 \$ en 2008), après déduction d'une provision de 215 739 \$ US (471 161 \$ US en 2008). La Fiducie est exposée au risque de liquidité car ces montants pourraient ne pas être réalisés (recouvrés) pendant une période prolongée. Le classement par échéance des montants à recevoir sur les fonds de couverture s'établissait comme suit :

31 décembre 2009

	Moins de 60 jours	De 61 à 90 jours	De 91 à 120 jours	Plus de 120 jours	Total
Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture	- \$	- \$	184 306 \$	316 960 \$	501 266 \$

31 décembre 2008

	Moins de 60 jours	De 61 à 90 jours	De 91 à 120 jours	Plus de 120 jours	Total
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.

Type	31 décembre 2009	31 décembre 2008
Retenues de garantie avant vérification	30 498 \$	714 797 \$
Retenues pour liquidation	470 768	607 587
	501 266 \$	1 322 384 \$

### 3. Risques liés aux instruments financiers (suite)

#### Risque de crédit

Outre ses placements en fonds de couverture, au 31 décembre 2009 la Fiducie investit dans des titres de créance du secteur 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 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 2009, la notation des cocontractants était la suivante :

<b>Instrument :</b>	<b>Solde</b>	<b>Notation</b>
Trésorerie détenue par le dépositaire	96 542 \$	AA- *
Trésorerie détenue par le courtier	237 372 \$	A+ *
Placements à court terme	5 949 720 \$	R-1(Élevé)**

\* Notations de Standard and Poor's.

\*\* Notation établie par DBRS.

Au 31 décembre 2008, la notation des cocontractants était la suivante :

<b>Instrument :</b>	<b>Solde</b>	<b>Notation</b>
Trésorerie détenue par le dépositaire	1 179 508 \$	AA- *
Trésorerie détenue par le courtier	11 232 \$	A+ *
Placements à court terme	10 251 283 \$	R-1(Élevé)**
Facilités de crédit	6 981 592 \$	AA- *

\* Notations de Standard and Poor's.

\*\* Notation établie par DBRS.

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

Certains des fonds de couverture investissent dans divers titres de créance et sont donc exposés aux fluctuations des marchés du crédit. Dans de nombreux cas, ce risque est géré au moyen de 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 visant surtout à surveiller chacun des placements.

#### 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 a investi dans plusieurs fonds sous-jacents et peut par conséquent être exposée indirectement à un risque de change si les fonds sous-jacents détiennent des instruments financiers libellés dans d'autres monnaies. 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 moyen de contrats à terme sur devises. Le 31 décembre 2009, date de liquidation de la Fiducie, le programme de couverture a été supprimé afin de maximiser le remboursement du capital aux investisseurs.

### 3. Risques liés aux instruments financiers (suite)

Au 31 décembre 2009, le risque de change était lié à de la trésorerie en dollars américains, à des placements en fonds de couverture en dollars américains et à des montants à recevoir au titre du rachat des fonds de couverture en dollars américains, pour un montant net de 7 902 290 \$ US (montant net de 1 270 451 \$ US en 2008, relativement à de la trésorerie et des placements à court terme en dollars américains, à des contrats à terme sur le dollar américain, à des placements dans des fonds de couverture en dollars américains et à un emprunt bancaire en dollars américains).

L'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 82 650 \$ (15 422 \$ en 2008). Dans la pratique, les résultats réels peuvent différer de cette analyse de sensibilité, et l'écart pourrait être important.

#### Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est le risque qu'une variation des taux d'intérêt ait une incidence négative sur la juste valeur des titres à revenu fixe ou sur les flux de trésorerie futurs d'un instrument financier. Les instruments financiers qui peuvent exposer la Fiducie au risque de taux d'intérêt sont les titres à revenu fixe à court terme. La duration effective, mesure du risque de taux d'intérêt couramment utilisée, exprimée en années, indique à quel degré un titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Elle tient compte du taux de rendement du titre, du taux du coupon, de l'échéance finale, des caractéristiques de remboursement par anticipation et des autres options intégrées. La duration effective d'un titre indique la variation approximative de la juste valeur à laquelle on peut s'attendre lorsque les taux d'intérêt varient de 1 %. Plus la duration est longue, plus le titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. La sensibilité de la Fiducie aux fluctuations des taux d'intérêt est minime, les titres à revenu fixe étant en général à court terme et détenus jusqu'à l'échéance. Dans la pratique, les résultats réels peuvent différer de cette analyse de sensibilité, et l'écart pourrait être important. La Fiducie a investi dans plusieurs fonds sous-jacents et peut par conséquent être exposée indirectement à un risque de taux d'intérêt si les fonds sous-jacents détiennent des instruments financiers portant intérêt.

### 4. Placements dans des 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. En dépit de ses efforts, elle détient encore des positions peu liquides dont la procédure de rachat par remboursement du capital se prolongera au-delà de la date de liquidation prévue.

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 îles Caïmans, aux Bermudes 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 continue de chercher activement des moyens d'accélérer la monétisation des placements en fonds de couverture qu'elle détient afin d'en distribuer le produit dès que possible. Dans l'éventualité où la société de gestion trouverait le moyen d'y parvenir, la valeur obtenue à l'issue des opérations de monétisation s'écarterait probablement de la valeur liquidative et des estimations fournies par les administrateurs ou les gestionnaires des fonds de couverture détenus par la Fiducie.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, au 31 décembre 2009 et au 31 décembre 2008. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

#### 4. Placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre (suite)

Stratégie	31 décembre 2009			31 décembre 2008		
	N <sup>bre</sup> de fonds	Juste valeur		N <sup>bre</sup> de fonds	Juste valeur	
Activiste	-	- \$		1	1 351 261 \$	5 %
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	2	1 533 397	20 %	3	5 790 168	22 %
Arbitrage sur titres en difficulté	2	1 640 805	22 %	2	2 869 818	11 %
Arbitrage de produits de taux	1	-	0 %	3	1 402 414	5 %
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	2	679 545	9 %	3	3 313 968	12 %
Multistratégie	3	1 653 081	22 %	4	4 236 603	16 %
Arbitrage de réassurance	-	-		2	1 048 106	4 %
Arbitrage statistique	3	70 073	1 %	3	3 783 424	14 %
Arbitrage sur financement structuré	4	2 019 426	26 %	4	3 048 779	11 %
	17	7 596 327 \$	100 %	25	26 844 541 \$	100 %

En prévision de la liquidation, la Fiducie a déposé des demandes de rachats auprès de l'ensemble des fonds sous-jacents au 31 décembre 2009.

#### 5. Évaluations de la juste valeur

Le tableau qui suit présente la répartition des placements comptabilisés dans l'état de l'actif net selon les trois niveaux de la hiérarchie, en date du 31 décembre 2009.

	Actif, à la juste valeur, au 31 décembre 2009			
	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	Total
Placements à court terme, à la juste valeur	5 949 720 \$	- \$	- \$	5 949 720 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur	-	-	7 596 327	7 596 327
Total	5 949 720 \$	- \$	7 596 327 \$	13 546 047 \$

Le tableau ci-après présente un suivi des montants enregistrés pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009, pour les placements de niveau 3. La classification d'un placement au niveau 3 est liée à l'importance des éléments non observables dans l'évaluation globale de la juste valeur.

	Évaluation de la juste valeur à l'aide des éléments de niveau 3
	Placements dans des fonds de couverture
Solde au début de l'exercice	26 844 541 \$
Montant net des achats et des ventes	(17 399 817)
Gains/(pertes)	
Réalisés	(1 758 656)
Non réalisés	(89 740)
Solde à la fin de l'exercice	7 596 327 \$

## 6. Contrats à terme standardisés

Au 31 décembre 2009, la Fiducie avait mis fin aux contrats à terme qu'elle avait conclus afin de couvrir le risque de change auquel elle était exposée en raison de son portefeuille de placements et de ses passifs libellés en devises.

Au 31 décembre 2009, des placements à court terme d'une valeur nominale de 200 000 \$ US (1 000 000 \$ US au 31 décembre 2008) étaient déposés en garantie relativement à des contrats à terme sur devises. Au 31 décembre 2009, le dépôt de garantie exigé pour les contrats à terme standardisés était de néant (1 131 900 \$ US en 2008).

## 7. Emprunt bancaire

La Fiducie avait souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »), qui a pris fin le 19 novembre 2009.

Aux termes de la facilité, la Fiducie pouvait 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 pouvait 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. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie avait été cédée à la banque.

L'emprunt bancaire a varié entre zéro et 6 981 592 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2009 (il avait varié entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008). Les intérêts versés au titre de l'emprunt ont totalisé 23 161 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009 (308 298 \$ en 2008), tandis que le taux d'intérêt moyen payé sur le solde moyen de l'emprunt s'est établi à 1,37% pour l'exercice terminé le 31 décembre 2009 (4,04 % en 2008).

## 8. 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 aucune exigence de capitaux externes. La Fiducie étant un instrument de placement à capital fixe, elle ne permet pas les rachats.

Les porteurs avaient la possibilité de négocier leurs parts à la Bourse de Toronto jusqu'à ce que celles-ci soient radiées de la cote, le 31 décembre 2009. 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 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. À l'approche de la date de liquidation prévue, aux termes de ses documents de placement, la Fiducie n'a pas déposé de nouvel avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités après le 10 septembre 2009, date à laquelle sa précédente offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités prenait fin.

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, 386 300 parts, pour un total en trésorerie de 1 800 468 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009 (398 500 parts, pour un total de 3 892 171 \$, pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

Le régime de réinvestissement des distributions est annulé à compter de la date de clôture des registres du 31 décembre 2008.

## 8. Capitaux propres (suite)

Les capitaux propres se composent du capital social, du surplus d'apport et du déficit. Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social, le surplus d'apport et le déficit pour les exercices indiqués :

Exercice terminé le 31 décembre 2009	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Déficit	Capitaux propres
<b>Solde au 31 décembre 2008</b>	4 174 415	91 014 866 \$	17 852 138 \$	(77 961 040) \$	30 905 964 \$
Diminution de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	-	-	-	(782 355)	(782 355)
Parts annulées au cours de l'exercice	(386 300)	(7 258 698)	5 458 230	-	(1 800 468)
Distributions	-	(12 453 601)	-	(1 816 842)	(14 270 443)
<b>Solde au 31 décembre 2009</b>	<b>3 788 115</b>	<b>71 302 567 \$</b>	<b>23 310 368 \$</b>	<b>(80 560 237) \$</b>	<b>14 052 698 \$</b>

Exercice terminé le 31 décembre 2008	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Déficit	Capitaux propres
<b>Solde au 31 décembre 2007</b>	4 572 915	98 502 804 \$	14 256 371 \$	(58 981 557) \$	53 777 618 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	-	-	-	(15 284 751)	(15 284 751)
Parts annulées au cours de l'exercice	(398 500)	(7 487 938)	3 595 767	-	(3 892 171)
Distributions	-	-	-	(3 694 732)	(3 694 732)
<b>Solde au 31 décembre 2008</b>	<b>4 174 415</b>	<b>91 014 866 \$</b>	<b>17 852 138 \$</b>	<b>(77 961 040) \$</b>	<b>30 905 964 \$</b>

## 9. 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 la catégorie « gestionnaire de portefeuille » et comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, 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 *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association des États-Unis.

## 10. Distributions

La Fiducie versait 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 par ailleurs versé une première distribution de liquidation de 3,14 \$ par part aux porteurs de parts inscrits au 30 juin 2009.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, la Fiducie a versé des distributions de 3,60 \$ par part, soit 14 270 443 \$ au total (0,85 \$ par part, soit 3 694 732 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

## 11. Impôts sur les bénéficiaires

À compter du 29 juillet 2009, la Fiducie n'est plus admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada et elle cesse par conséquent également d'être un « placement admissible » pour les comptes enregistrés, notamment les FERR, les REER et les REEE. Les investisseurs devraient communiquer dès que possible avec leurs conseillers afin d'obtenir des conseils fiscaux relativement à la disparition de ce statut.

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

Au 31 décembre 2009, la Fiducie disposait d'un report de pertes autres qu'en capital de 5 869 639 \$ (7 613 586 \$ en 2008) et pouvait se prévaloir de 6 079 042 \$ de pertes en capital (3 967 856 \$ en 2008). Le tableau ci-après présente les dates d'expiration des pertes autres qu'en capital :

	2009	2008
<b>Exercice</b>		
2028	5 869 639 \$	7 613 586 \$
<b>Total</b>	5 869 639 \$	7 613 586 \$

## 12. Modifications futures de conventions comptables

Le Conseil des normes comptables du Canada (« CNC ») a confirmé que les Normes internationales d'information financières (« IFRS ») remplaceront les normes et interprétations canadiennes actuelles en tant que PCGR pour les entreprises ayant une obligation d'information du public, comme les fonds de placement et tous les autres émetteurs assujettis. Le CNC propose à présent de reporter la date de basculement aux IFRS du 1<sup>er</sup> janvier 2011 au 1<sup>er</sup> janvier 2012 pour les fonds d'investissement. Cette modification proposée au Manuel de l'ICCA permettrait aux sociétés d'investissement qui appliquent la NOC-18 de continuer à utiliser les mêmes normes comptables pendant une année supplémentaire après quoi l'adoption des IFRS sera obligatoire pour les états financiers intermédiaires et annuels des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2012. La proposition du CNC devrait être finalisée en septembre 2010. Si elle est adoptée dans sa forme actuelle, la Fiducie devra adopter les IFRS pour la première fois dans ses états financiers datés du 30 juin 2012.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont émis l'Avis 52-320 du personnel, qui exige que la société de gestion publie des mises à jour sur l'état d'avancement de son plan d'adoption des nouvelles normes d'information financière, dans ses rapports de gestion annuel et intermédiaires des périodes de déclaration jusqu'à la date de basculement. La Fiducie travaille à l'établissement d'un plan de transition permettant de respecter le calendrier publié par l'ICCA. Les principales étapes du plan comprennent la présentation d'informations sur l'incidence qualitative et quantitative du basculement dans les états financiers du 30 juin 2012 et la préparation d'états financiers conformes aux IFRS au 31 décembre 2012.

La société de gestion s'attend à devoir apporter des changements à ses états financiers, mais elle n'est pas en mesure à l'heure actuelle d'en estimer la portée réelle. Elle s'attend à devoir fournir des éléments d'information supplémentaires par suite de l'adoption des IFRS; et continue d'évaluer l'information à fournir et les changements à apporter pour rassembler et traiter les données requises.

### 13. Événement postérieur au bilan

Le 29 janvier 2010, des distributions exigibles de 303 049 \$ ont été versées par la Fiducie

Le 20 janvier 2010, la Fiducie a déclaré une deuxième distribution de liquidation de 1,54 \$ par part, pour un total de 5 833 697 \$ à l'intention des porteurs inscrits au 27 janvier 2010. Le versement de cette distribution a eu lieu le 3 février 2010.

Le 19 mars 2010, la Fiducie a déclaré une troisième distribution de liquidation de 0,50 \$ par part, pour un total de 1 894 058 \$ à l'intention des porteurs inscrits au 31 mars 2010. Le versement de cette distribution a eu lieu le 7 avril 2010.

Le 21 juin 2010, la Fiducie a déclaré une quatrième distribution de liquidation de 0,17 \$ par part, pour un total de 643 980 \$ à l'intention des porteurs inscrits au 30 juin 2010. Le versement de cette distribution a eu lieu le 8 juillet 2010.

## **NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.**

Northwater Capital Management Inc. est une société de placement privée établie à Toronto, à New York et à Chicago. Northwater prodigue des conseils à des clients institutionnels et à des particuliers fortunés au Canada, aux États-Unis, en Australie et en Europe.

Northwater propose depuis longtemps des solutions financières innovantes aux investisseurs institutionnels et aux particuliers. En 1989, Northwater était la première firme de gestion des placements à utiliser des contrats à terme sur indices boursiers et des dérivés de gré à gré pour bâtir des portefeuilles indiciaires synthétiques pour les fonds de retraite, les fonds de dotation et les fonds communs de placement canadiens. En 1994, Northwater a lancé un fonds de fonds de couverture à stratégie neutre. En 1998, elle s'est vu confier le premier mandat « d'alpha portable » institutionnel. En 2006, elle a lancé son premier fonds Intellectual Property.

En octobre 2009, Northwater a annoncé que Crestline Investors Inc. avait acquis certains actifs liés à son fonds de fonds de couverture et à ses activités de gestion des placements selon une approche « beta-overlay ». Grâce à cette opération, Northwater a pu concentrer ses ressources sur son activité de fonds Intellectual Property ainsi que sur ses autres initiatives de croissance.

Fort de quinze années d'expérience dans les fonds de fonds de couverture, Northwater maintient sa résolution de procéder de manière ordonnée à la liquidation des actifs de fonds de fonds de couverture restants.

---

## ***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](mailto:mpt@northwatercapital.com)

## ***GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE***

---

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

## ***CONSEILLER EN PLACEMENT***

---

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

## ***CONSEILLERS JURIDIQUES***

---

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

## ***VÉRIFICATEURS***

---

PricewaterhouseCoopers LLP/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 :**

---

Daniel Mills  
Téléphone : 416 360-2101  
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