

NORTHWATER

Northwater Market-Neutral Trust
Rapport semestriel
30 juin 2009
(non vérifié)



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 le semestre terminé le 30 juin 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	4
Responsabilité de la direction	17
États financiers non vérifiés.....	18

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est un fonds de placement à capital fixe inscrit à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN, dont l'objectif est d'offrir le rendement d'un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre. Au 30 juin 2009, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 3,92 \$. Pour le semestre terminé le 30 juin 2009, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions, s'établit à -0,51 %. Comparativement, l'indice obligataire universel DEX a enregistré un rendement de 2,79 %, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 17,56 % et l'indice S&P 500 a gagné 3,16 % en dollars américains, ce qui se traduit par une perte de 2,95 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 3,44 \$ par part au cours de la période.

Globalement, le rendement de la Fiducie pour le premier semestre a été décevant. Alors que de nombreux fonds de couverture ont rebondi après le creux enregistré au quatrième trimestre de 2008, les rendements réalisés par la Fiducie continuent d'être contrecarrés par la pression des demandes de rachat qui pèsent sur les fonds de couverture composés d'actifs non liquides.

L'amélioration constatée sur les marchés du crédit et les marchés des actions au cours du premier semestre de 2009, notamment dans la réduction des écarts de crédit et l'accroissement de la liquidité des marchés, ne s'est pas traduite par un retour à la normale dans le secteur des fonds de couverture. De nombreux fonds continuent de limiter les remboursements de capital en procédant à des restructurations et en interrompant les rachats, ce qui a nui à notre capacité de liquider le portefeuille selon le plan établi en 1997, au lancement de la Fiducie. Lorsque la liquidité le permettait, nous avons procédé aux rachats et remboursé le capital avant la date de liquidation officielle fixée au 31 décembre 2009 (la « date de liquidation »); nous avons comme objectif principal pour le deuxième semestre de 2009 de poursuivre cette liquidation de manière ordonnée.

Malgré l'amélioration des perspectives du marché pour de nombreuses stratégies de couverture, la Fiducie procède de façon ordonnée à la liquidation de son portefeuille, en vue de la date de liquidation, conformément à son prospectus. Nous faisons tout pour générer des liquidités afin d'assurer les remboursements de capital aux porteurs de parts.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité imposées par de nombreux fonds de couverture sous-jacents, il est probable que l'existence du Fonds soit maintenue au-delà de la date de liquidation.

Le 30 juin 2009, environ 79 % de la Fiducie restaient tributaires des mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont nous disposons, nous prévoyons qu'environ 71 % de l'actif de la Fiducie (réparti sur 20 fonds de couverture) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà de la date de liquidation.



PAUL ROBSON, CFA
Président
Northwater Capital Management Inc.



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

Le 20 août 2009

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers du semestre terminé le 30 juin 2009, mais non les états financiers complets de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers non vérifiés de la Fiducie est annexé à ce rapport à titre d'information.

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

Objectifs de placement et stratégies

La composition du portefeuille est conforme aux objectifs de placement qui figuraient initialement dans le prospectus de la Fiducie; cependant, le principal objectif de la Fiducie consiste désormais à maximiser la valeur et le rendement du capital en procédant de manière ordonnée à la liquidation des placements sous-jacents. Les événements qui ont agité le marché au cours du dernier trimestre de 2008 ont réduit la capacité de la Fiducie à atteindre les objectifs qu'elle s'était fixés à l'origine, et les obstacles demeurent dans la conjoncture actuelle. Ces événements ont par ailleurs diminué la capacité de la Fiducie à liquider les placements sous-jacents composant son portefeuille de fonds de couverture (le « portefeuille de fonds de couverture »).

Risques

À l'exception de l'impact de la réduction du nombre de placements en fonds de couverture et des contraintes de liquidité des fonds sous-jacents sur la diversification, aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global de la Fiducie n'a eu lieu au cours du semestre terminé le 30 juin 2009.

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 à la fin de 2008 et en 2009.

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 15,17 %, comparativement à 15,87 % 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 des fonds de couverture sous-jacents et la réduction de la diversification du portefeuille.

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

Étant donné les conditions 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 l'existence de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue le 31 décembre 2009 (la « date de liquidation »).

Au 30 juin 2009, environ 79 % de la Fiducie restaient tributaires des mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont il dispose, le conseiller en placement prévoit qu'environ 71 % de l'actif de la Fiducie (réparti sur 20 fonds de

couverture) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà de la date de liquidation.

Le 31 décembre 2008, le conseiller en placement avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents composant le portefeuille de fonds de couverture, en prévision de la date de liquidation. Aucun nouveau placement n'a été réalisé au cours du semestre terminé le 30 juin 2009.

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 :

Règlements des rachats prévus au deuxième semestre 2009, classés selon le statut des fonds visés:

	Montant (\$ US)	% du total du fonds de couverture détenu
Rachats soumis à restriction ¹⁾	516 405	5%
En liquidation.....	750 375	7%
	1 266 780	12%

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

	Montant (\$ US)	% du total du fonds de couverture détenu
Rachats soumis à restriction ¹⁾	4 541 313	43%
En liquidation	4 696 132	45%
	9 267 445	88%

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.

Les montants présentés dans les tableaux ci-dessus sont susceptibles d'être modifiés sans préavis à mesure que le conseiller en placement obtiendra des renseignements supplémentaires des gestionnaires des fonds sous-jacents composant le portefeuille de fonds de couverture.

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.

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 le semestre terminé le 30 juin 2009, la Fiducie a affiché une perte de 0,51 % (perte de 1,59 % pour le semestre terminé le 30 juin 2008), compte tenu des distributions effectuées au cours de la période. Les distributions versées au cours du semestre terminé le 30 juin 2009 ont totalisé 13 658 160 \$, soit 3,44\$ par part (2 082 714 \$ ou 0,47 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2008). La plus importante contribution au rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 30 juin 2009 provient des fonds multistratégie, tandis que la stratégie d'arbitrage statistique a été 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. Cette pénurie de liquidité se traduit par des rendements négatifs. Les rendements positifs dégagés par les placements dans des fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières et dans des fonds multistratégie découlent du fait que les placements sous-jacents redeviennent liquides, ainsi que d'un rebond par rapport à la valeur de marché enregistrée en 2008.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les semestres terminés les 30 juin 2009 et 2008.

Stratégie	Semestres terminés les 30 juin	
	2009	2008
Activiste	—	(9.40)%
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	(4.34)%	5.00%
Arbitrage sur titres en difficulté	(1.65)%	(2.04)%
Arbitrage de produits de taux	(0.10)%	(12.15)%
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	(1.36)%	(1.70)%
Multistratégie	11.73%	(0.64)%
Arbitrage de réassurance	(2.95)%	1.82%
Arbitrage statistique	(50.68)%	7.56%
Arbitrage sur financement structuré	3.12%	(5.17)%

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2009, les emprunts de la Fiducie au titre de sa facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne ont varié entre 3 811 032\$ et 6 981 582 \$. (Ils avaient fluctué entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2008). Au 30 juin 2009, le levier financier s'établissait à 24,49 % (23,59 % au 31 décembre 2008).

La Fiducie a pu se prévaloir de son programme de rachat et d'annulation. Elle a racheté 207 500 parts aux fins d'annulation pendant le semestre terminé le 30 juin 2009 pour un montant en trésorerie de 1 270 516 \$ (398 500 parts pour un montant en trésorerie de 3 892 171 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre

2008), car ces parts étaient vendues à moins de 92,5 % de leur valeur liquidative déclarée. Ce programme a contribué au rendement global du semestre terminé le 30 juin 2009 dans une proportion de 0,80 % (contribution de 0,90 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2008).

Sommaire du portefeuille de placements ¹⁾

La Fiducie avait investi 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.

La liquidation des placements du portefeuille de fonds de couverture est en cours en prévision de la cessation des activités de la Fiducie; les opérations de la Fiducie servent désormais essentiellement cette liquidation.

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2009, la Fiducie n'a investi dans aucun nouveau fonds de couverture et elle a demandé le rachat de ses parts sur cinq fonds, soit un fonds activiste, un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, deux fonds d'arbitrage sur produits de taux et un fonds d'arbitrage de réassurance. Pendant le semestre terminé le 30 juin 2008, la Fiducie n'avait investi dans aucun nouveau fonds de couverture et elle avait demandé le rachat de ses parts sur sept fonds.

Le conseiller en placement estime que le nombre de fonds de couverture et de gestionnaires continuera de diminuer à mesure que la Fiducie poursuivra son processus de liquidation.

La composition du portefeuille au 30 juin 2009 reflète les actions prises par le conseiller en placement en vue de la liquidation du portefeuille de fonds de couverture. Comme aucun nouveau fonds n'a été ajouté au portefeuille, les modifications de la répartition de l'actif découlent des fluctuations du marché et des opérations de liquidation effectuées par certains gestionnaires. Les demandes de rachat des fonds de couvertures restants ont été déposées en prévision de la date de liquidation de la Fiducie.

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, au 30 juin 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.

Stratégie	30 juin 2009			31 décembre 2008		
	N ^{bre} de fonds	Juste valeur		N ^{bre} de fonds	Juste valeur	
Activiste	–	–	–	1	1 351 261 \$	5%
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	2	2 154 517 \$	18%	3	5 790 168	22%
Arbitrage sur titres en difficulté ...	2	1 994 471	16%	2	2 869 818	11%
Arbitrage de produits de taux	1	53 365	0%	3	1 402 414	5%
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	3	2 662 973	22%	3	3 313 968	12%
Multistratégie	4	2 565 044	21%	4	4 236 603	16%
Arbitrage de réassurance	1	34 245	0%	2	1 048 106	4%
Arbitrage statistique	3	75 546	1%	3	3 783 424	14%
Arbitrage sur financement structuré	4	2 664 698	22%	4	3 048 779	11%
	20	12 204 859 \$	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 au 30 juin 2009 et au 31 décembre 2008.

Stratégie	30 juin 2009	31 décembre 2008
Activiste	–	4,37%
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	13,11%	10,52%
Arbitrage sur titres en difficulté	10,89%	8,09%
Arbitrage de produits de taux	0,34%	2,44%
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	9,30%	5,37%
Multistratégie	8,82%	3,80%
Arbitrage de réassurance	0,22%	2,21%
Arbitrage statistique	0,25%	6,34%
Arbitrage sur financement structuré ...	10,30%	5,52%

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, l'ensemble des fonds de couverture au 30 juin 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	1 668 438 \$	2 040 714 \$	13,11%
Cerberus International, Ltd.*	Actions participatives	708 206	1 695 414	10,89%
D.B. Zwirn Special Opportunity Fund, Ltd.*	Actions à droit de vote et solde du capital	2 577 577	1 602 505	10,30%
Sorin Offshore Fund*	Actions participatives	1 564 541	1 447 071	9,30%
Citadel Kensington Global Strategies Fund Ltd.*	Actions participatives	1 912 500	1 372 962	8,82%
Medley Opportunity Fund Ltd.	Actions participatives	796 279	964 552	6,20%
H/2 Credit Partners Ltd.	Actions participatives	969 916	917 074	5,89%
Fonds 121*	Actions participatives	725 930	767 474	4,93%
Fonds 183*	Actions participatives	326 053	323 663	2,08%
Fonds 212*	Actions participatives	–	299 057	1,92%
Fonds 103*	Actions participatives	531 171	298 828	1,92%
Fonds 171*	Actions participatives	108 594	113 803	0,73%
Fonds 146*	Actions participatives	171 617	100 946	0,65%
Fonds 220*	Actions participatives	320 263	97 630	0,63%
Fonds 191*	Actions participatives	213 899	53 365	0,34%
Fonds 211*	Actions participatives	–	39 614	0,25%
Fonds 195*	Actions participatives	–	34 245	0,22%
Fonds 226*	Actions participatives	–	24 313	0,16%
Fonds 104*	Actions participatives	157 129	11 619	0,07%
Fonds 187*	Actions participatives	1 687 130	10	0%
		14 439 243 \$	12 204 859 \$	

* 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

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

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider le lecteur à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices. Ces données sont tirées des états financiers non vérifiés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2009, ainsi que de ses états financiers vérifiés des exercices terminés les 31 décembre 2008, 2007, 2006, 2005 et 2004.

Actif net par part de la Fiducie

	Semestre terminé le 30 juin	Exercices terminés les 31 décembre				
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Actif net au début de la période	7,40 \$	\$11,76	\$14,15	\$13,88	\$14,73	\$15,81
Augmentation (diminution) liée aux activités						
Total des revenus	0,02	0,04	0,05	0,05	0,04	0,03
Total des charges	(0,09)	(0,27)	(0,41)	(0,41)	(0,35)	(0,52)
Gains réalisés (pertes) pour la période	(0,11)	(1,88)	2,80	(0,02)	0,28	1,83
Gains non réalisés (pertes) pour la période	0,08	(1,40)	(1,99)	1,70	0,33	(0,57)
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾	(0,10)	(3,51)	0,45	1,32	0,29	0,77
Distributions⁴⁾ :	3,44	0,85	2,87	1,14	1,16	1,85
Valeur liquidative à la fin de la période ³⁾	3,92 \$	\$7,40	\$11,76	\$14,15	\$13,88	\$14,73

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

2) 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.

4) La nature des distributions pour le semestre terminé le 30 juin 2009 sera déterminée à la fin de l'exercice.

Ratios et données supplémentaires

	Semestres terminés les 30 juin					
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Actif net total (en milliers de dollars) ¹⁾	15 562\$	30 906\$	53 778\$	67 651\$	71 507\$	77 232\$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	3 966 915	4 174 415	4 572 915	4 782 615	5 150 015	5 243 585
Ratio des frais de gestion ²⁾	8,47%	9,16%	9,17%	6,60%	7,08 %	7,94 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	8,47%	9,16%	9,17%	6,60%	7,08 %	7,94 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	–	3,87%	12,11%	22,97%	40,56 %	26,96 %
Ratio des frais d'opérations ⁴⁾	0,01%	0,03%	0,03%	0,05 %	0,00 %	0,00 %
Cours de clôture à la fin de la période	2,86 \$	5,85 \$	9,58 \$	13,00 \$	12,55 \$	15,06 \$

1) Données arrêtées au 30 juin 2009 et au 31 décembre des périodes indiquées.

2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion comprend non seulement les charges de la Fiducie, mais également les charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents inclus dans les ratios ci-dessus a augmenté le ratio des frais de gestion de la Fiducie de 6,51 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, de 6,23 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et de 3,72 % pour chacun des exercices terminés les 31 décembre 2006, 2005 et 2004. Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents indiqué dans leurs états financiers annuels vérifiés. Les ratios des frais de gestion des exercices 2004 à 2006 ont été calculés au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice 2005. La direction reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2008 et tiendra compte des charges des fonds sous-jacents pour cet exercice une fois qu'elle aura reçu toute l'information nécessaire. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par la Fiducie au 31 décembre 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 la période en cours.

3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère et rééquilibre activement ses placements. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période est élevé, plus les frais d'opérations payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds. Les opérations des fonds de couverture n'entraînent pas de frais d'opérations en général.

4) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Rendements passés

Information d'ordre général

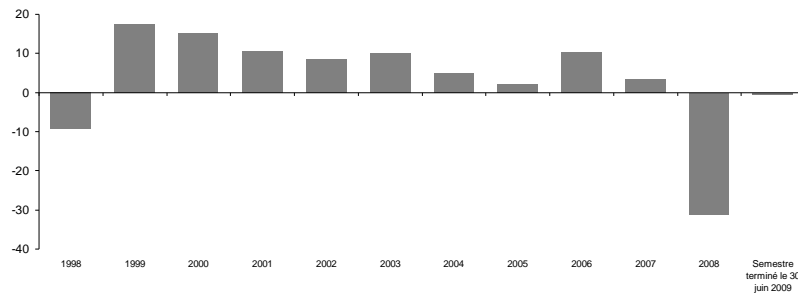
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- (a) L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie.
- (b) L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente ou de distribution qui auraient réduit le rendement.
- (c) 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 :

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



Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

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

sont payés mensuellement, à terme échu. Les honoraires de gestion se sont élevés à 176 957 \$ pour le semestre terminé le 30 juin 2009, et le montant que la Fiducie devait payer au 30 juin 2009 s'établissait à 79 329 \$.

En contrepartie des conseils en placement prodigués à la Fiducie par Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), la société de gestion verse à cette dernière une partie de ses honoraires. La presque totalité des honoraires de gestion 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 du semestre terminé le 30 juin 2009, la valeur liquidative par part déclarée de la Fiducie a fluctué entre 3,92 \$ et 7,40 \$ (entre 11,09 \$ et 11,61 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 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 le semestre terminé le 30 juin 2009, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 2,54 \$ et 7,19 \$ (entre 9,42 \$ et 11,55 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2008).

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2009, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 3,44 \$ par part (pour un total de 13 658 160 \$) contre 0,47 \$ par part pour le semestre terminé le 30 juin 2008 (pour un total de 2 082 714 \$).

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 la période, 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 le semestre terminé le 30 juin 2009.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 mars 2009	29 avril 2009	À déterminer	0,15 \$
30 juin 2009	29 juillet 2009	À déterminer	3,29 \$

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.

Pendant le semestre terminé le 30 juin 2009, la Fiducie a racheté 205 700 parts, pour un total de 1 270 516 \$, aux fins d'annulation en vertu de ce programme (194 000 parts pour un produit de 1 988 598 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2008). Ce programme a contribué au rendement global du semestre terminé le 30 juin 2009 dans une proportion de 0,80 % (contribution de 0,46 % au rendement global pour le semestre terminé le 30 juin 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 investisseurs à compter du 30 juin 2009. Une fois le versement des distributions de liquidation commencé, le pourcentage d'une position non liquide particulière par rapport à l'actif de la

Fiducie a dépassé la limite de 10 % exigée pour que la Fiducie reste admissible à titre de fonds commun de placement aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada.

La société de gestion confirme que la Fiducie a cessé d'être un placement admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada le 29 juillet 2009. De ce fait, elle cesse également d'être un « placement admissible » pour les comptes enregistrés, notamment les FERR, les REER et les REEE. Les investisseurs devraient communiquer avec leurs conseillers le plus rapidement possible afin d'obtenir des conseils fiscaux au sujet de la disparition du statut de « placement admissible » de la Fiducie.

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.



Paul Robson, CFA
Président
Le 20 août 2009



Shauna Cassidy, CFA
Vice-President

ÉTATS FINANCIERS NON VÉRIFIÉS


NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

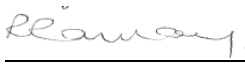
États de l'actif net
(non vérifié)

	30 juin 2009	31 décembre 2008
Actif		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 19 134 451 \$ en 2009; 11 440 374 \$ en 2008)	\$19 134 561 \$	\$10 144 376 \$
Placements à court terme déposés à titre de marge sur les contrats à terme – à la valeur marchande (note 5) (coût : 799 616 \$ en 2009; 1 295 723 \$ en 2008)	799 712	1 297 647
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 4) (coût : 14 439 243 \$ en 2009; 29 740 622 \$ en 2008)	12 204 859	26 844 541
Intérêts sur emprunts payés d'avance	–	4 373
Montant à recevoir à la liquidation des contrats à terme sur devises	–	270 639
Montant à recevoir sur les rachats de titres des fonds de couverture (note 3)	499 426	1 322 384
	<u>32 638 558</u>	<u>39 883 960</u>
Passif		
Honoraires de vérification, frais juridiques, honoraires du fiduciaire et droits de garde à payer	66 050	73 742
Frais de gestion à payer (note 8)	79 329	108 520
Intérêts et commissions de garantie à verser	4 422	1 964
Montant à payer sur les contrats à terme sur devises	67 390	–
Distributions à verser	13 048 518	667 906
Emprunt bancaire (note 6)	3 811 032	6 981 592
Fonds de couverture vendus d'avance	–	1 144 272
	<u>17 076 741</u>	<u>8 977 996</u>
Actif net	<u>\$15 561 817 \$</u>	<u>\$30 905 964 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 7)		
Capital social	87 115 880	91 014 866
Surplus d'apport	20 480 610	17 852 138
Déficit	(92 034 673)	(77 961 040)
	<u>\$15 561 817 \$</u>	<u>\$30 905 964 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 7)	<u>3 966 915</u>	<u>4 174 415</u>
Actif net par part	<u>\$3.92 \$</u>	<u>\$7.40 \$</u>

Signed on behalf of the Trustee,

RBC Dexia Investor Services Trust

Per: 

Per: 

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats
(non vérifié)

	Semestres terminés les 30 juin	
	2009	2008
Revenu de placement		
Revenu d'intérêts	32 554 \$	136 472 \$
Autre revenu (perte)	30 801	(2 294)
	<u>63 355</u>	<u>134 178</u>
Charges		
Frais de gestion (note 8)	176 957	329 818
Honoraires de vérification	53 669	15 996
Frais du comité d'examen indépendant	8 691	10 810
Droits de garde et honoraires du fiduciaire	6 670	6 571
Frais juridiques	9 613	213
Frais d'information aux porteurs de titres	60 076	58 197
Intérêts et commissions de garantie (note 6)	29 321	227 254
Frais d'opérations	3 332	6 741
	<u>348 329</u>	<u>655 600</u>
Perte nette de placement	<u>(284 974)</u>	<u>(521 422)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Placements dans des fonds de couverture	(3 723 593)	148 931
Contrats à terme sur devises (note 5)	1 297 858	(1 500 488)
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Placements dans des fonds de couverture	661 697	906 673
Contrats à terme sur devises (note 5)	(338 029)	252 756
Gain net réalisé (perte) sur devises, hors placements en fonds de couverture	<u>1 971 570</u>	<u>(424 599)</u>
Gain net réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour la période	<u>(130 497)</u>	<u>(616 727)</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	<u>(415 471) \$</u>	<u>(1 138 149) \$</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités, par part pour la période*	<u>(0,10) \$</u>	<u>(0,26) \$</u>

*Based on the average number of units outstanding of 4,042,801 (2008 – 4,451,601) for the period.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net
(non vérifié)

	Semestres terminés les 30 juin		
	2009	2008	
Actif net au début de la période	30,905,964	\$ 53,777,617	\$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	(415,471)	(1,138,149)	
Opérations sur parts (note 7)			
Émission (annulation) de parts	(1,270,516)	(1,988,598)	
Distributions aux porteurs de parts (note 9)	(13,658,160)	(2,082,714)	
Actif net à la fin de la période	<u>15,561,817</u>	<u>\$ 48,568,156</u>	<u>\$</u>

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie
(non vérifié)

	Semestre terminé le 30 juin	
	2009	2008
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités	(415 471) \$	(1 138 149) \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée des fonds de couverture	(661 697)	(906 673)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises	338 029	(252 756)
Perte nette réalisée (gain) sur les fonds de couverture	3 723 593	(148 931)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des créditeurs et autres actifs	(34 425)	(99 414)
Achat de placements dans des fonds de couverture	–	(4 418 523)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture	11 260 845	15 990 205
Variation des sommes cédées en garantie des contrats à terme	497 935	559 956
	<u>14 708 809</u>	<u>9 585 715</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Remboursement du prêt bancaire	(3 170 560)	(7 185 894)
Distributions versées	(1 277 548)	(10 221 394)
Rachat de parts	(1 270 516)	(1 988 598)
	<u>(5 718 624)</u>	<u>(19 395 886)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	8 990 185	(9 810 171)
Trésorerie et placements à court terme au début de la période	10 144 376	15 066 362
Trésorerie et placements à court terme à la fin de la période	19 134 561 \$	5 256 191 \$
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	26 863 \$	265 887 \$

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements
(non vérifié)
30 juin 2009

	Notation	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Placements dans des fonds de couverture*						
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières				1 777 032\$	2 154 517\$	13,84%
Arbitrage sur titres en difficulté				708 206	1 994 471	12,82%
Arbitrage de produits de taux				213 899	53 365	0,34%
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires				3 065 628	2 662 973	17,11%
Multistratégie				3 136 000	2 565 044	16,48%
Arbitrage de réassurance				–	34 245	0,22%
Arbitrage sur financement structuré				5 381 249	2 664 698	17,12%
Arbitrage statistique				157 129	75 546	0,49%
Placements dans des fonds de couverture				<u>14 439 243</u>	<u>12 204 859</u>	<u>78,42%</u>
Trésorerie				<u>1 088 448\$</u>	<u>1 088 448</u>	<u>6,99%</u>
Bons du trésor**						
Gouvernement du Canada		23 juillet 2009	13 300 000	13 298 403	13 298 537	85,46%
Gouvernement du Canada		3 septembre 2009	800 000	799 616	799 712	5,14%
Acceptations bancaires***						
Banque Royale du Canada	R-1 élevé	2 juillet 2009	100 001	100 000	100 000	0,64%
Banque de Montréal	R-1 élevé	2 juillet 2009	2 439 998	2 439 990	2 439 973	15,68%
Banque Royale du Canada	R-1 élevé	2 juillet 2009	2 207 625	2 207 610	2 207 603	14,19%
Trésorerie et placements à court terme						
				<u>19 934 067</u>	<u>19 934 273</u>	<u>128,10%</u>
Total des placements				<u>34 370 310</u>	<u>32 139 132</u>	<u>206,52%</u>
Autres éléments d'actif net					<u>(16 577 315)</u>	<u>(106,52)%</u>
Actif net total et capitaux propres					<u>15 561 817\$</u>	<u>100,00%</u>

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

** Les rendements des placements à court terme détenus au 30 juin 2009 se situent entre 0,20 % et 1,50 %. Les placements en dollars américains ont été convertis en dollars canadiens au taux en vigueur à la fin de la période.

*** Notations de DBRS au 30 juin 2009.

Tableau 1 – Contrats à terme sur devises

	Cours acheteur	Valeur notionnelle	Somme à recevoir (à payer) au règlement
145 contrats à terme sur le dollar canadien – septembre 2009	86,10 \$	12,484,500 \$ US 14,505,741 \$ CAD	(58,000) \$ US (67,390) \$ CAD

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

(non vérifiées)

Semestres terminés les 30 juin 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. Northwater Capital Management Inc. est le conseiller en placement (le « conseiller en placement »). La Fiducie est entrée en activité le 30 juillet 1997 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN.

La Fiducie a entamé le processus menant à la liquidation de ses activités; sa liquidation devrait intervenir le 31 décembre 2009 (la « date de liquidation ») ou aux alentours de cette date. Selon les renseignements dont il disposait le 30 juin 2009, le conseiller en placement prévoit qu'environ 71% de l'actif net de la Fiducie pourraient être soumis à des restrictions de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà de la date de liquidation. Étant donné les conditions de marché actuelles, il est probable, selon la société de gestion, que l'existence de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue afin de procéder de façon ordonnée à cette liquidation et à la cessation des activités.

Au cours de la période, l'actif de la Fiducie était investi dans de la trésorerie et des placements à court terme, dans un portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») et dans des contrats à terme sur devises.

2. Principales conventions comptables

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

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) Investments in market-neutral hedge funds

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

Les placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre sont évalués à la valeur 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. Le conseiller en placement peut, à son entière discrétion, utiliser une autre méthode d'évaluation des fonds de couverture sous-jacents qui lui paraîtrait mieux représenter leur juste valeur. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme un gain ou une perte non réalisé sur les placements dans des fonds de couverture. Le calcul des gains et des pertes réalisés et non réalisés est fondé sur le coût moyen.

(c) Couverture des devises

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

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

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

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

(d) Conversion des devises

L'actif et le passif libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la fin de la période. Au cours de la période, les opérations effectuées en devises autres que le dollar canadien sont converties aux taux de change en vigueur à la date de chacune des opérations. Les gains et les pertes de change sont constatés dans l'état des résultats.

(e) Utilisation d'estimations

La préparation des états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada exige de la Fiducie qu'elle établisse des estimations et élabore des hypothèses qui influent sur les montants d'actif et de passif présentés à la date des états financiers, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

(f) Frais d'opérations

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

3. Risques liés aux instruments financiers

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

À l'exception de l'impact de la réduction du nombre de placements en fonds de couverture et des contraintes de liquidité des fonds sous-jacents sur la diversification, aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global de la Fiducie n'a eu lieu au cours du semestre terminé le 30 juin 2009. Par ailleurs, le secteur des fonds de couverture, comme d'autres secteurs, a souffert des turbulences qu'ont connues les marchés en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement. Ceci a eu des répercussions négatives à la fois sur les rendements que la Fiducie a obtenus à la fin de 2008 et en 2009 et sur la volatilité qu'elle a enregistrée.

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.

Le tableau qui suit illustre l'incidence sur l'actif net de la Fiducie d'une variation du rendement de chaque stratégie, calculée en fonction de l'écart type de cette stratégie au 30 juin 2009.

Stratégie	Variation potentielle du rendement de la stratégie* (%)	Incidence sur l'actif net (\$ US)
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	5,01%	92 871
Arbitrage de titres en difficulté	9,50%	163 054
Arbitrage de produits de taux	28,17%	12 937
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	12,19%	279 336
Multistratégie	17,92%	395 539
Arbitrage de réassurance	4,55%	1 342
Arbitrage statistique	30,16%	19 610
Arbitrage sur financement structuré ...	30,51%	699 669

* La variation potentielle du rendement d'une stratégie est calculée en fonction de l'écart type de chaque stratégie, mesurée sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture figurant dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 juin 2009.

Risque de liquidité

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

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

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

Pour atténuer le risque de liquidité, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié entre différents gestionnaires et stratégies. Cependant, en raison des incertitudes qui continuent de peser sur le marché, 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, il avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents. Aucun nouveau placement n'a été réalisé au cours du semestre terminé le 30 juin 2009.

La valeur de l'ensemble des demandes de rachat de fonds au 30 juin 2009 est présentée dans le tableau ci-dessous, par date effective de rachat :

Date effective du rachat	Montant (\$ US) à recevoir après le 30 juin 2009	% du total des fonds de couverture détenus
1er janvier 2008	1 477 157	14%
1er avril 2008	267 386	2%
1er juillet 2008	535 753	5%
1er janvier 2009	4 178 245	40%
1er avril 2009	830 151	8%
1er juin 2009	1 756 359	14%
1er juillet 2009	1 459 174	17%
	<u>10 504 225</u>	<u>100%</u>

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

Règlements des rachats prévus au deuxième semestre 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	Montant (\$ US)	% du total du fonds de couverture détenu
Rachats soumis à restriction ¹⁾²⁾	516,405	5%
En liquidation	750,375	7%
	<u>1,266,780</u>	<u>12%</u>

Règlements des rachats prévus au deuxième semestre 2009, classés selon le statut des fonds visés :

	Montant (\$ US)	% du total du fonds de couverture détenu
Rachats soumis à restriction ¹⁾	4 541 313	43%
En liquidation	4 696 132	45%
	<u>9 267 445</u>	<u>88%</u>

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.

2) Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, le conseiller en placement prévoit que le règlement aura lieu en 2009

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

Les montants à recevoir sur les rachats de parts de fonds de couverture de la Fiducie totalisaient 499 426 \$ au 30 juin 2009. La Fiducie est exposée au risque de liquidité car ces montants pourraient ne pas être réalisés (recouverts) pendant une période prolongée. Au 30 juin 2009, le classement par échéance des montants à recevoir au titre des rachats de fonds de couverture s'établissait comme suit :

	Moins de 60 jours	De 61 à 90 jours	De 91 à 120 jours	Plus de 120 jours
Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture	1 640\$	–	14 114\$	483 672\$ 499 426\$

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 la période se répartit en deux catégories : les retenues de garantie avant vérification, qui représentent un faible pourcentage des rachats retenu dans l'attente de la vérification du fonds de couverture, et les retenues pour liquidation, qui représentent principalement les positions détenues par les fonds de couverture dans des actifs en cours de liquidation.

Le tableau ci-dessous présente les montants à recevoir sur des rachats de fonds de couverture, par type, au 30 juin 2009.

Type	Montant (\$)
Retenues de garantie avant vérification	153 279
Retenues pour liquidation	346 147
	<u>499 426</u>

Risque de crédit

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

Les institutions financières qui agissent à titre de cocontractants représentent aussi un risque de crédit pour la Fiducie relativement aux dérivés, aux

emprunts et à la trésorerie. Pour évaluer le risque de crédit, la société de gestion doit souvent se fonder sur les renseignements fournis par le cocontractant ou par une agence de notation, lesquels peuvent être très imprécis. Au 30 juin 2009, la notation des cocontractants était la suivante :

Instrument :	Notation *
Trésorerie détenue par le dépositaire.....	AA-
Trésorerie détenue par le courtier.....	A+
Facilités de crédit.....	AA-

* Notations de Standard and Poor's.

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

Certains fonds de couverture investissent dans des titres de créance variés, ce qui les expose aux fluctuations des marchés du crédit; très souvent, les gestionnaires des fonds de couverture atténuent le risque lié à l'ensemble des variations du marché du crédit au moyen de diverses techniques de couverture.

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

Risque de change

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

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

Au 30 juin 2009, l'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 685 \$.

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 et l'emprunt bancaire. 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.

Au 30 juin 2009, en supposant une évolution parallèle de la courbe des taux et un solde de l'emprunt bancaire stable jusqu'au 31 décembre 2009, une augmentation ou une diminution de 1 % des taux d'intérêt aurait une incidence de 38 110 \$ sur l'actif net de la Fiducie.

4. Placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre

Les fonds de couverture à stratégie neutre qui font partie du portefeuille de la Fiducie sont constitués et domiciliés 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 peut de temps à autre, et dans des circonstances très limitées, affecter les sommes relatives à l'achat ou de la vente de certains fonds de couverture à d'autres instruments de placement sur les conseils de Northwater Capital Management Inc. Ces opérations sont exécutées à la valeur liquidative déclarée mensuellement par les fonds de couverture.

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture, classés par stratégie, au 30 juin 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.

Stratégie	30 juin 2009			31 décembre 2008		
	N ^{bre} de fonds	Juste valeur		N ^{bre} de fonds	Juste valeur	
Activiste	–	–	–	1	1 351 261 \$	5%
Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières	2	2 154 517 \$	18%	3	5 790 168	22%
Arbitrage sur titres en difficulté	2	1 994 471	16%	2	2 869 818	11%
Arbitrage de produits de taux	1	\$53 365	0%	3	1 402 414	5%
Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires	3	2 662 973	22%	3	3 313 968	12%
Multistratégie	4	2 565 044	21%	4	4 236 603	16%
Arbitrage de réassurance	1	34 245	0%	2	1 048 106	4%
Arbitrage statistique	3	75 546	1%	3	3 783 424	14%
Arbitrage sur financement structuré ..	4	2 664 698	22%	4	3 048 779	11%
	20	12 204 859 \$	100%	25	26 844 541 \$	100%

5. Contrats à terme standardisés

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

Au 30 juin 2009, des placements à court terme d'une valeur nominale de 800 000 \$ CA (1 300 000 \$ CA en 2008) ont été déposés en garantie relativement à des contrats à terme sur devises. Au 30 juin 2009, le dépôt de garantie exigé pour les contrats à terme standardisés était de 261 900 \$ US (1 131 900 \$ US en 2008).

6. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Aux termes de la facilité, la Fiducie peut emprunter jusqu'à 25 % de sa valeur liquidative déclarée, en dollars canadiens ou américains, en vue d'effectuer des placements supplémentaires. De plus, la Fiducie peut emprunter temporairement un montant correspondant à au plus 10 % de la valeur liquidative déclarée afin i) d'effectuer des achats de parts sur le marché, ii) de maintenir des liquidités pour faire des distributions en espèces et iii) de régler des opérations de couverture sur les devises. L'évaluation des plafonds

d'emprunt pour les emprunts en dollars américains est réalisée en convertissant ces emprunts en dollars canadiens au taux de change de référence de la banque. Les intérêts et les commissions de non-utilisation sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont fondés sur le taux préférentiel ou sur le taux des acceptations bancaires, ou sur les deux, pour les fonds en dollars canadiens, et sur le taux préférentiel ou sur le TIOL, ou sur les deux, pour les fonds en dollars américains. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque. Les encours comptabilisés à la fin de la période étaient libellés en dollars américains.

L'emprunt bancaire a varié entre 3 811 032 \$ et 6 981 592 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2009 (il avait varié entre 3 356 096 \$ et 12 752 641 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008). Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est établi à 1,36 %.

7. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie se compose d'un nombre illimité de parts non rachetables; il a été constitué à l'occasion du premier appel public à l'épargne. Le capital est géré conformément aux objectifs de placement de la Fiducie et il n'est assujéti à aucun besoin de capitaux externes. La Fiducie étant un instrument de placement à capital fixe, elle ne permet pas les rachats. Les porteurs de parts peuvent négocier leurs parts en bourse. Les parts sont cessibles et représentent une participation égale indivise dans l'actif net de la Fiducie. Toutes les parts appartiennent à la même catégorie et comportent des droits et des privilèges égaux. Chaque part confère une voix à toute assemblée des porteurs de parts et une participation égale à toute distribution effectuée par la Fiducie. La Fiducie n'émet pas de fractions de parts.

En août 2008, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 428 607 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle de soutien du marché, la Fiducie a acheté, aux fins d'annulation, 207 500 parts, pour un total en trésorerie de 1 270 516 \$, au cours du semestre terminé le 30 juin 2009 (194 000 parts, pour un total de 1 988 598 \$, pendant le semestre terminé le 30 juin 2008).

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

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

Semestre terminé le 30 juin 2009	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2008	4 174 415	91 014 867\$	17 852 139\$	(77 961 042)\$	30 905 964\$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	-	-	-	(415 471)	(415 471)
Parts annulées au cours de la période	(207 500)	(3 898 987)	2 628 471	-	(1 270 516)
Distributions	-	-	-	(13 658 160)	(13 658 160)
Solde au 30 juin 2009	3 966 915	87 115 880\$	20 480 610\$	(92 034 673)\$	15 561 817\$

Semestre terminé le 30 juin 2009	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2007	4 572 915	98 502 805\$	14 256 371\$	(58 981 559)\$	53 777 617\$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	-	-	-	(1 138 149)	(1 138 149)
Parts annulées au cours de la période	(194 000)	(3 645 320)	1 656 722	-	(1 988 598)
Distributions	-	-	-	(2 082 714)	(2 082 714)
Solde au 30 juin 2008	4 378 915	94 857 485\$	15 913 093\$	(62 202 422)\$	48 568 156\$

8. Frais de gestion

Northwater Fund Management Inc., la société de gestion, assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion du portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 1,25 % de la valeur liquidative de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et payés trimestriellement, à terme échu. La société de gestion verse une partie de ses honoraires au conseiller en placement, en contrepartie de ses services à la Fiducie.

Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement est inscrit au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier

sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la Loi sur les contrats à terme sur marchandises (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller en placement est inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller en placement 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 en placement est membre de la National Futures Association des États-Unis.

9. Distributions

La Fiducie verse aux porteurs de parts des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative déclarée par part, établie à la fin du mois précédant le trimestre civil. La Fiducie a aussi versé une première distribution de liquidation de 3,14 \$ par part aux porteurs de parts inscrits au 30 juin 2009.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2009, des distributions totalisant 3,44 \$ par part, soit 13 658 160 \$ au total, ont été déclarées par la Fiducie (0,47 \$ par part, soit 2 082 714 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2008).

10. Impôts sur les bénéfices

Au 30 juin 2009, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (la « Loi de l'impôt »). En raison des activités de liquidation, la Fiducie a perdu ce statut le 29 juillet 2009, cessant du même coup d'être un « placement admissible ». Les investisseurs devraient communiquer avec leurs conseillers afin d'obtenir des conseils fiscaux au sujet de la disparition de ce statut.

Étant donné que la totalité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris le montant net des gains réalisés provenant de fonds de placement fermés et du revenu réputé calculé en vertu du projet d'article 94.1 de la Loi de l'impôt, sera versée ou à verser aux porteurs de parts au cours de chaque année civile, la Fiducie n'aura pas à payer d'impôt sur le revenu en vertu des

dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence.

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

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

11. Indemnités

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

NORTHWATER MARKET-MARKET NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

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

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

CONSEILLERS JURIDIQUES

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

VÉRIFICATEURS

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

POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :

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

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

Symbol TSE : NMN.UN

Also available in English