


NORTHWATER

## **Northwater Market-Neutral Trust**

Rapport semestriel

Le 30 juin 2010

(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 2010, 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  |
| Responsabilité de la direction                           | 12 |
| États financiers non vérifiés                            | 13 |

## AVIS - LES ÉTATS FINANCIERS INTERMÉDIAIRES N'ONT PAS FAIT L'OBJET D'UN EXAMEN PAR UN VÉRIFICATEUR

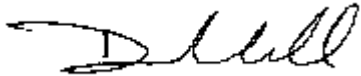
Northwater Fund Management Inc., société de gestion de la Fiducie, nomme des vérificateurs indépendants pour vérifier les états financiers annuels de la Fiducie. Les lois sur les valeurs mobilières canadiennes, plus précisément le Règlement 81-106, exigent que les états financiers intermédiaires de la Fiducie qui n'ont pas fait l'objet d'un examen par un vérificateur soient accompagnés d'un avis à cet égard. Les états financiers intermédiaires de Northwater Market-Neutral Trust ci-joints n'ont pas été vérifiés par les vérificateurs externes de la Fiducie. Étant donné que la Fiducie n'a pas été en mesure d'obtenir des états financiers vérifiés définitifs de la part de certains fonds de couverture composant son portefeuille afin de procéder à la vérification des états financiers annuels de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, il n'était pas possible, ni opportun, de demander un examen des états financiers intermédiaires.

## 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 30 juin 2010, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 1,46 \$. La Fiducie a enregistré un rendement sur un an de -2,22 %, compte tenu des distributions. En 2010, la Fiducie a versé 2,21 \$ par part en distributions et il est prévu que le versement des distributions se poursuive jusqu'à ce que tous les fonds de couverture non liquides aient été convertis en trésorerie et que la Fiducie soit liquidée.

La date de liquidation fixée au 31 décembre 2009 ayant été dépassée, la Fiducie continue de s'employer à liquider ses actifs afin de procéder de manière ordonnée à la clôture de ses comptes. Aucune opération nouvelle n'a été effectuée sur le marché secondaire, puisque la totalité du produit des rachats reçu des fonds de couverture provenait directement des administrateurs des fonds.

Le processus continu de liquidation a engendré un accroissement de la concentration des positions dans chaque fonds de couverture. Sur les 14 fonds restant dans le portefeuille de la Fiducie, quatre fonds représentent 80 % de la valeur liquidative de la Fiducie; chacun d'eux détient des actifs non liquides pour lesquels la date de réception du produit de la liquidation demeure inconnue. Nous poursuivrons nos efforts pour maximiser la valeur des parts pour les porteurs et publierons de l'information sur nos progrès tout au long de l'exercice.



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



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

Le 6 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 du semestre terminé le 30 juin 2010, 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.

### 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 conditions de marché qui ont prévalu au cours du quatrième trimestre de 2008 et les événements postérieurs survenus avant la date de liquidation du 31 décembre 2009 ont eu un impact défavorable sur la capacité de la Fiducie à atteindre les objectifs de placement qu'elle s'était fixés à l'origine. Par conséquent, le processus de liquidation de la Fiducie s'est prolongé au-delà de la date de liquidation fixée initialement.

### Risques

L'essentiel des modifications qui ont eu une incidence sur le niveau de risque global de la Fiducie au cours du semestre terminé le 30 juin 2010 a trait à l'état d'avancement de la liquidation de la Fiducie. En raison du processus en cours, on constate une concentration des positions du portefeuille, qui se compose d'un nombre réduit de fonds de couverture de moins en moins liquides. De plus, le fait que la Fiducie ne procède plus à aucune opération de couverture sur les devises a accru le risque de change en dollars américains du fait que la Fiducie investit dans des fonds établis dans des fonds offshore libellés en dollars américains.

Le conseiller en placement a 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 2010.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur le portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie (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 14 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>Règlements des rachats prévus au cours du deuxième semestre 2010, classés selon le statut des fonds visés :</b> |                 |   |
|--|-----------------|---|
|  | <b>Montant</b>  | <b>% du total du fonds de couverture détenu</b> |
| Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>   | 64 159 \$ US    | 1 %   |
| En liquidation   | 602 370         | 13 %  |
|  | 666 529 \$ US   | 14 %  |
| <b>Règlement des rachats prévus après 2010, classés selon le statut des fonds visés :</b>                          |                 |   |
|  | <b>Montant</b>  | <b>% du total du fonds de couverture détenu</b> |
| Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>   | 1 219 014 \$ US | 26 %  |
| En liquidation   | 2 881 394       | 60 %  |
|  | 4 100 408 \$ US | 86 %  |

1) La catégorie des rachats soumis à restriction correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.

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 le semestre terminé le 30 juin 2010, le Fonds a enregistré un rendement de -0,78 % (-0,52 % pour le semestre terminé le 30 juin 2009). Les distributions versées au cours du semestre terminé le 30 juin 2010 ont totalisé 8 371 734 \$, soit 2,21 \$ par part (13 658 160 \$ ou 3,44 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2009). La plus importante contribution au rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 30 juin 2010 provient de la stratégie d'arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires, 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. Par conséquent, les rendements négatifs reflètent, pour la plupart, le manque de liquidité de ces placements. Les rendements positifs 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 semestres terminés les 30 juin 2010 et 2009.

| <b>Stratégie</b>   | <b>Semestres terminés les 30 juin</b> |             |
|--|---------------------------------------|-------------|
|  | <b>2010</b>                           | <b>2009</b> |
| Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières    | 2,85 %                                | (4,34) %    |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       | (1,11) %                              | (1,65) %    |
| Arbitrage de produits de taux                            | 0,00 %                                | (0,10) %    |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires | 7,88 %                                | (1,36) %    |
| Multistratégie   | 4,55 %                                | 11,73 %     |
| Arbitrage de réassurance                                 | 0,00 %                                | (2,95) %    |
| Arbitrage statistique                                    | (6,69) %                              | (50,68) %   |
| Arbitrage sur financement structuré                      | 0,13 %                                | 3,12 %      |

Les rendements positifs dégagés pour le semestre par les fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires et d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, ainsi que par les fonds multistratégie, traduisent un regain de confiance qui fait suite à l'intervention massive du gouvernement américain en 2009. Les rendements négatifs enregistrés par les fonds d'arbitrage de titres en difficultés et le fonds d'arbitrage statistique restant sont le reflet du manque de liquidité persistant des placements détenus par ces fonds.

La facilité de crédit renouvelable souscrite par la Fiducie auprès d'une institution financière canadienne a pris fin le 19 novembre 2009. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2009, les emprunts de la Fiducie ont varié entre 3 811 032 \$ et 6 981 592 \$.

La Fiducie ne s'est pas prévalu de son programme de rachat et d'annulation au cours du semestre terminé le 30 juin 2010 (386 300 parts avaient été rachetées au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2009, pour un montant en trésorerie de 1 800 468 \$). Ce programme n'a pas contribué au rendement global du semestre terminé le 30 juin 2010 (contribution de 1,89 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2009).

### 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. La liquidation de la Fiducie devait avoir lieu 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 30 juin 2010, la Fiducie détenait des placements dans 14 fonds de couverture (17 au 31 décembre 2009) gérés par 14 gestionnaires (16 au 31 décembre 2009), engagés dans sept 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 du semestre terminé le 30 juin 2010, la Fiducie n'a investi dans aucun nouveau fonds de couverture, sauf dans un fonds constitué par suite de la restructuration d'une position existante, et elle a demandé le rachat de ses parts sur trois fonds de couverture, soit un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières, un fonds d'arbitrage sur titre adossés à des créances hypothécaires et un fonds multistratégie; pendant le semestre terminé le 30 juin 2009, la Fiducie n'avait investi dans aucun nouveau fonds de couverture et elle avait demandé le rachat de ses parts sur cinq fonds.

La composition du portefeuille à la fin de la période reflète le manque de liquidité persistant qui caractérise de nombreuses stratégies de fonds de couverture. Les demandes de rachat des fonds de couvertures encore détenus dans le portefeuille de fonds de couverture 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, au 30 juin 2010 et au 31 décembre 2009. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

| Stratégie  | 30 juin 2010              |              |       | 31 décembre 2009          |              |       |
|--|---------------------------|--------------|-------|---------------------------|--------------|-------|
|  | N <sup>bre</sup> de fonds | Juste valeur |       | N <sup>bre</sup> de fonds | Juste valeur |       |
| Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières    | 1                         | 1 360 933    | 27 %  | 2                         | 1 533 397    | 20 %  |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       | 2                         | 1 551 160    | 31 %  | 2                         | 1 640 805    | 22 %  |
| Arbitrage de produits de taux                            | 1                         | -            | 0 %   | 1                         | -            | 0 %   |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires | 1                         | 120 130      | 2 %   | 2                         | 679 545      | 9 %   |
| Multi stratégie  | 2                         | 138 249      | 3 %   | 3                         | 1 653 081    | 22 %  |
| Arbitrage statistique                                    | 3                         | 66 307       | 1 %   | 3                         | 70 073       | 1 %   |
| Arbitrage sur financement structuré                      | 4                         | 1 819 034    | 36 %  | 4                         | 2 019 426    | 26 %  |
|  | 14                        | 5 055 813 \$ | 100 % | 17                        | 7 596 327 \$ | 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 2010 et au 31 décembre 2009.

| Stratégie  | 30 juin 2010 | 31 décembre 2009 |
|--|--------------|------------------|
| Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières    | 24,54 %      | 10,60 %          |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       | 24,97 %      | 9,91 %           |
| Arbitrage de produits de taux                            | -            | -                |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires | 2,17 %       | 4,70 %           |
| Multi stratégie  | 2,18 %       | 10,22 %          |
| Arbitrage statistique                                    | 0,65 %       | 0,25 %           |
| Arbitrage sur financement structuré                      | 16,16 %      | 7,99 %           |

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, l'ensemble des fonds de couverture au 30 juin 2010. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières de la Fiducie.

| <b>Placements dans des fonds de couverture</b>    | <b>Type de placement</b>                    | <b>Coût</b>  | <b>Juste valeur</b> | <b>Juste valeur en % de l'actif net</b> |
|---|---|--------------|---------------------|---|
| Cerberus International SPV Ltd.*                  | Actions participatives                      | 597 307 \$   | 1 385 384 \$        | 24,97 %                                 |
| CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.*          | Actions participatives                      | 1 184 876    | 1 360 933           | 24,54 %                                 |
| Fortress Value Recovery Fund I Ltd.* <sup>+</sup> | Actions à droit de vote et solde du capital | 2 356 042    | 896 064             | 16,16 %                                 |
| Medley Opportunity Fund, Ltd.*                    | Actions participatives                      | 776 689      | 892 455             | 16,09 %                                 |
| Fonds 212*  | Actions participatives                      | -            | 165 776             | 2,99 %                                  |
| Fonds 183*  | Actions participatives                      | 106 047      | 121 016             | 2,18 %                                  |
| Fonds 189*  | Actions participatives                      | 633 944      | 120 130             | 2,17 %                                  |
| Fonds 211*  | Actions participatives                      | -            | 36 161              | 0,65 %                                  |
| Fonds 220*  | Actions participatives                      | 87 501       | 30 505              | 0,55 %                                  |
| Fonds 226*  | Actions participatives                      | -            | 22 156              | 0,40 %                                  |
| Fonds 146*  | Actions participatives                      | 23 404       | 17 233              | 0,31 %                                  |
| Fonds 104*  | Actions participatives                      | 157 129      | 7 990               | 0,14 %                                  |
| Fonds 187*  | Actions participatives                      | 1 687 130    | 10                  | 0,00 %                                  |
| Fonds 191*  | Actions participatives                      | -            | -                   | 0,00 %                                  |
|   |   | 7 610 069 \$ | 5 055 813 \$        |   |

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

<sup>+</sup> 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. Ces données sont tirées des états financiers non vérifiés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2010 et l'exercice terminé le 31 décembre 2009 ainsi que de ses états financiers annuels vérifiés des exercices terminés les 31 décembre 2008, 2007, 2006 et 2005.

### Actif net par part de la Fiducie

|  | Semestre terminé<br>le 30 juin | Exercices terminés les 31 décembre |               |             |             |             |
|--|--------------------------------|------------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
|  | 2010                           | 2009                               | 2008          | 2007        | 2006        | 2005        |
| Actif net au début de la période   | 3,71 \$                        | 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  | (0,03)                         | (0,13)                             | (0,27)        | (0,41)      | (0,41)      | (0,35)      |
| Gains réalisés (pertes) pour la période                                  | (0,10)                         | (0,02)                             | (1,88)        | 2,80        | (0,02)      | 0,28        |
| Gains non réalisés (pertes) pour la période                              | 0,09                           | (0,07)                             | (1,40)        | (1,99)      | 1,70        | 0,33        |
| <b>Augmentation (diminution) totale liée aux activités <sup>1)</sup></b> | <b>(0,04)</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)                                    | -                              | -                                  | 0,85          | 1,71        | 0,04        | 0,36        |
| Remboursement de capital   | 2,21                           | 3,60                               | -             | 1,16        | 1,10        | 0,80        |
| Distributions totales de la période <sup>2)4)</sup>                      | 2,21                           | 3,60                               | 0,85          | 2,87        | 1,14        | 1,16        |
| Valeur liquidative à la fin de la période <sup>3)</sup>                  | 1,46 \$                        | 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.
- 4) La nature des distributions pour le semestre terminé le 30 juin 2010 sera déterminée à la fin de l'exercice.

### Ratios et données supplémentaires

|   | Semestre terminé le<br>30 juin | Exercices terminés les 31 décembre |           |           |           |           |
|---|--------------------------------|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   | 2010                           | 2009                               | 2008      | 2007      | 2006      | 2005      |
| Actif net total (en milliers de dollars) <sup>1)</sup>                          | 5 545 \$                       | 14 053 \$                          | 30 906 \$ | 53 778 \$ | 67 651 \$ | 71 507 \$ |
| Nombre de parts en circulation <sup>1)</sup>                                    | 3 788 115                      | 3 788 115                          | 4 174 415 | 4 572 915 | 4 782 615 | 5 150 015 |
| Ratio des frais de gestion <sup>2)</sup>  | 6,69 %                         | 3,91 %                             | 9,16 %    | 9,17 %    | 6,60 %    | 7,08 %    |
| Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge <sup>2)</sup> | 6,69 %                         | 3,91 %                             | 9,16 %    | 9,17 %    | 6,60 %    | 7,08 %    |
| Taux de rotation du portefeuille <sup>3)</sup>                                  | 3,51 %                         | 0,02 %                             | 3,87 %    | 12,11 %   | 22,97 %   | 40,56 %   |
| Ratio des frais d'opérations <sup>4)</sup>                                      | 0,00 %                         | 0,13 %                             | 0,03 %    | 0,03 %    | 0,05 %    | 0,00 %    |
| Cours de clôture à la fin de la période   | 1,46 \$                        | 3,71 \$                            | 5,85 \$   | 9,58 \$   | 13,00 \$  | 12,55 \$  |

- 1) Données arrêtées au 30 juin 2010 et au 31 décembre 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 2009 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 2009. 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 impossibles. 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

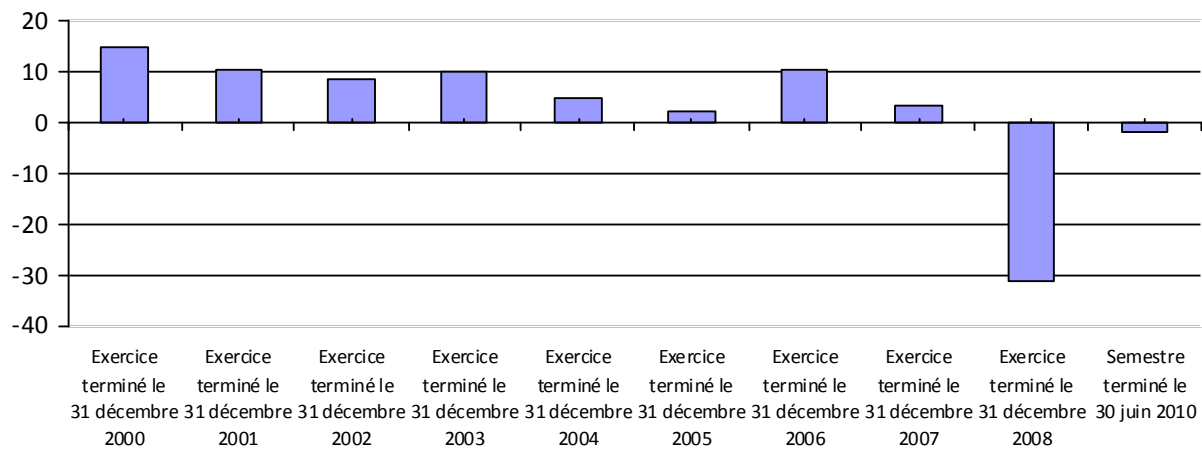
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- 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.



## 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 44 084 \$ pour le semestre terminé le 30 juin 2010, et le montant que la Fiducie devait payer au 30 juin 2010 s'établissait à 19 263 \$.

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 du semestre terminé le 30 juin 2010, la valeur liquidative par part déclarée de la Fiducie a varié entre 1,46 \$ et 2,17 \$, compte tenu des distributions (entre 3,92 \$ et 7,40 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2009).

## Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2010, la Fiducie a effectué des distributions totalisant 2,21 \$ par part (pour un total de 8 371 734 \$), contre 3,44 \$ par part pour le semestre terminé le 30 juin 2009 (pour un total de 13 658 160 \$).

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 à des fins fiscales sera 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 le semestre terminé le 30 juin 2010.

## Historique des distributions

| <b>Date de clôture des registres</b> | <b>Date de versement</b> | <b>Nature des distributions à des fins fiscales</b> | <b>Montant par part</b> |
|--------------------------------------|--------------------------|---|-------------------------|
| 27 janvier 2010                      | 3 février 2010           | À déterminer  | 1,54 \$                 |
| 31 mars 2010                         | 17 avril 2010            | À déterminer  | 0,50 \$                 |
| 30 juin 2010                         | 8 juillet 2010           | À déterminer  | 0,17 \$                 |

## Rachat aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue de racheter jusqu'à 2 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part publiée à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. Le programme de rachat aux fins d'annulation a pris fin le 31 décembre 2009, date à laquelle la Fiducie a été radiée de la cote de la Bourse de Toronto.

## Conséquences fiscales potentielles de la liquidation

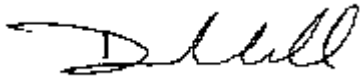
La société de gestion a commencé à verser les distributions spéciales au comptant (les « distributions de liquidation ») aux porteurs de parts inscrits au 30 juin 2009, en vue de la dissolution prévue de la Fiducie. Comme la Fiducie l'avait annoncé, après ce premier versement, la proportion de certaines 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.


## 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.



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



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

Le 6 août 2010

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net (non vérifié)

|   | 30 juin 2010  | 31 décembre 2009 |
|---|---------------|------------------|
| <b>Actif</b>  |               |                  |
| Trésorerie et placements à court terme<br>(coût : 1 025 588 \$ en 2010; 6 083 609 \$ en 2009)   | 1 025 800 \$  | 6 083 640 \$     |
| Trésorerie et placements à court terme déposés à titre de marge<br>sur les contrats à terme – à la valeur marchande<br>(coût : néant en 2010; 199 976 \$ en 2009) | -             | 199 994          |
| Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur<br>(note 4)<br>(coût : 7 610 069 \$ en 2010; 10 582 148 \$ en 2009)                                    | 5 055 813     | 7 596 327        |
| Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats à terme<br>sur devises (note 6)   | -             | 75 273           |
| Montant à recevoir sur les rachats de titres des fonds de<br>couverture (note 3)  | 161 208       | 501 266          |
|   | 6 242 821     | 14 456 500       |
| <b>Passif</b>   |               |                  |
| Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à<br>payer  | 34 320        | 53 626           |
| Frais de gestion à payer (note 9)   | 19 263        | 47 127           |
| Distributions à verser  | 643 980       | 303 049          |
|   | 697 563       | 403 802          |
| <b>Actif net</b>  | 5 545 258 \$  | 14 052 698 \$    |
| <b>Actif net et capitaux propres (note 8)</b>   |               |                  |
| Capital social  | 62 930 833 \$ | 71 302 567 \$    |
| Surplus d'apport  | 23 310 368    | 23 310 368       |
| Déficit   | (80 695 943)  | (80 560 237)     |
| <b>Total</b>  | 5 545 258 \$  | 14 052 698 \$    |
| <b>Nombre de parts en circulation (note 8)</b>  | 3 788 115     | 3 788 115        |
| <b>Actif net par part</b>   | 1,46 \$       | 3,71 \$          |

Signé au nom du fiduciaire,

Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs

Par :



Par :



## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats (non vérifié)

|  | Semestres terminés les 30 juin |                     |
|--|--------------------------------|---------------------|
|  | 2010                           | 2009                |
| <b>Revenu de placement</b>   |                                |                     |
| Revenu d'intérêts  | 1 578 \$                       | 32 554 \$           |
| Autre revenu   | -                              | 30 801              |
|  | 1 578                          | 63 355              |
| <b>Charges</b>   |                                |                     |
| Frais de gestion (note 9)  | 44 084                         | 176 957             |
| Honoraires de vérification   | 36 540                         | 53 669              |
| Frais du comité d'examen indépendant   | 3 619                          | 8 691               |
| Droits de garde et honoraires du fiduciaire                                    | (400)                          | 6 670               |
| Frais juridiques   | 14 885                         | 9 613               |
| Frais d'information aux porteurs de titres                                     | 18 343                         | 60 076              |
| Intérêts et commissions de garantie  | -                              | 29 321              |
| Coûts de transactions  | -                              | 3 332               |
|  | 117 071                        | 348 329             |
| <b>Perte nette de placement</b>  | <b>(115 493)</b>               | <b>(284 974)</b>    |
| <b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>                  |                                |                     |
| Gain net (perte) réalisé sur :   |                                |                     |
| Placements dans des fonds de couverture  | (399 059)                      | (3 723 593)         |
| Contrats à terme sur devises   | 75 273                         | 1 297 858           |
| Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :                    |                                |                     |
| Placements dans des fonds de couverture  | 431 565                        | 661 697             |
| Contrats à terme sur devises   | (75 273)                       | (338 029)           |
| Gain net réalisé (perte) sur devises, hors placements en fonds de couverture   | (52 719)                       | 1 971 570           |
| <b>Perte nette réalisée et non réalisée sur les placements pour la période</b> | <b>(20 213)</b>                | <b>(130 497)</b>    |
| <b>Diminution de l'actif net liée aux activités pour la période</b>            | <b>(135 706) \$</b>            | <b>(415 471) \$</b> |
| <b>Diminution de l'actif net liée aux activités, par part pour la période*</b> | <b>(0,04) \$</b>               | <b>(0,10) \$</b>    |

\* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de la période, soit 3 788 115 parts (4 042 801 en 2009).

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

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

|   | Semestres terminés les 30 juin |               |
|---|--------------------------------|---------------|
|   | 2010                           | 2009          |
| <b>Actif net au début de la période</b>                             | 14 052 698 \$                  | 30 905 964 \$ |
| <b>Diminution de l'actif net liée aux activités pour la période</b> | (135 706)                      | (415 471)     |
| <b>Opérations sur parts (note 8)</b>                                |                                |               |
| Annulation de parts   | -                              | (1 270 516)   |
| <b>Distributions aux porteurs de parts</b>                          | (8 371 734)                    | (13 658 160)  |
| <b>Actif net à la fin de la période</b>                             | 5 545 258 \$                   | 15 561 817 \$ |

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

### États des flux de trésorerie (non vérifié)

|  | Semestres terminés les 30 juin |               |
|--|--------------------------------|---------------|
|  | 2010                           | 2009          |
| <b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>                            |                                |               |
| Diminution de l'actif net liée aux activités   | (135 706) \$                   | (415 471) \$  |
| Éléments hors trésorerie :   |                                |               |
| Variation de la moins-value non réalisée des placements dans des fonds de couverture   | (431 565)                      | (661 697)     |
| Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises | 75 273                         | 338 029       |
| Perte nette réalisée (gain) sur les fonds de couverture                                | 399 059                        | 3 723 593     |
| Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :                         |                                |               |
| Variation des créditeurs et autres actifs  | (47 170)                       | (34 425)      |
| Achat de placements dans des fonds de couverture                                       | (183 559)                      | -             |
| Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture                         | 3 096 637                      | 11 260 845    |
| Variation des sommes à court terme cédées en garantie des contrats à terme             | 199 994                        | 497 935       |
|  | 2 972 963                      | 14 708 809    |
| <b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>                            |                                |               |
| Remboursement du prêt bancaire   | -                              | (3 170 560)   |
| Distributions versées  | (8 030 803)                    | (1 277 548)   |
| Parts rachetées pour annulation  | -                              | (1 270 516)   |
|  | (8 030 803)                    | (5 718 624)   |
| <b>Diminution nette de la trésorerie et des placements à court terme</b>               | (5 057 840)                    | 8 990 185     |
| <b>Trésorerie et placements à court terme au début de la période</b>                   | 6 083 640                      | 10 144 376    |
| <b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de la période</b>                   | 1 025 800 \$                   | 19 134 561 \$ |
| Information supplémentaire :   |                                |               |
| Intérêts versés  | -                              | 26 863 \$     |

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements (non vérifié)  
30 juin 2010  
(en \$ US)

|  | 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    |                 |                 | 1 184 876 \$        | 1 360 933 \$        | 24,54 %                          |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       |                 |                 | 597 307             | 1 551 160           | 27,97 %                          |
| Arbitrage de produits de taux                            |                 |                 | -                   | -                   | 0,00 %                           |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires |                 |                 | 633 944             | 120 130             | 2,17 %                           |
| Multistratégie   |                 |                 | 129 451             | 138 249             | 2,49 %                           |
| Arbitrage statistique                                    |                 |                 | 4 907 362           | 1 819 034           | 32,80 %                          |
| Arbitrage sur financement structuré                      |                 |                 | 157 129             | 66 307              | 1,20 %                           |
|  |                 |                 | <b>7 610 069</b>    | <b>5 055 813</b>    | <b>91,17 %</b>                   |
| <b>Trésorerie</b>  |                 |                 | 65 963              | 65 963              | 1,19 %                           |
| <b>Bons du Trésor**</b>                                  |                 |                 |                     |                     |                                  |
| Gouvernement du Canada                                   | 22 juillet 2010 | 960 000         | 959 626             | 959 837             | 17,31 %                          |
| <b>Trésorerie et placements à court terme</b>            |                 |                 | <b>1 025 589</b>    | <b>1 025 800</b>    | <b>18,50 %</b>                   |
| <b>Total des placements</b>                              |                 |                 | <b>8 635 658 \$</b> | <b>6 081 613</b>    | <b>109,67 %</b>                  |
| <b>Autres éléments d'actif net</b>                       |                 |                 |                     | <b>(536 355)</b>    | <b>(9,67) %</b>                  |
| <b>Actif net total et capitaux propres</b>               |                 |                 |                     | <b>5 545 258 \$</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.

\*\* Le rendement des placements à court terme détenus au 30 juin 2010 s'élève à 0,28 %.

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers (non vérifié)  
Semestres terminés les 30 juin 2010 et 2009

---

### 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 aux porteurs de parts trois autres distributions de liquidation de 2,21 \$ par part. 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 30 juin 2010, 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 la période, l'actif de la Fiducie était placé dans des liquidités, des placements à court terme et un portefeuille de fonds de couverture.

### 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.

## 2. Principales conventions comptables (suite)

### b) Placements dans des fonds de couverture

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 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.

Les placements dans des fonds de couverture sont classés selon 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 au sujet de l'évaluation, notamment les hypothèses relatives au risque.

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.

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.

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

Le 31 décembre 2009, le programme de couverture des risques de change a été supprimé et tous les contrats à terme ont pris fin. 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.

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.

## 2. Principales conventions comptables (suite)

### c) Couverture des devises (suite)

Les contrats à terme étaient évalués au cours acheteur, tel qu'il est 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 coûts de transactions 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 et en 2010. 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.

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

#### Risque de marché (suite)

L'actif de la Fiducie est placé essentiellement dans un portefeuille de fonds de couverture 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.

Avant le début de la procédure 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. De plus, la neutralité des fonds de couverture sous-jacents par rapport au marché s'est dégradée à mesure que les gestionnaires de fonds de couverture se départissaient de certaines positions afin de répondre aux demandes de rachat. 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  | 30 juin 2010  |                      | 31 décembre 2009                                    |                      |
|--|---|----------------------|---|----------------------|
|  | Variation potentielle du rendement de la stratégie* | Incidence en dollars | Variation potentielle du rendement de la stratégie* | Incidence en dollars |
| Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières    | 4,84 %  | 65 895               | 5,38 %  | 82 713               |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       | 9,17 %  | 142 259              | 9,27 %  | 152 162              |
| Arbitrage de produits de taux                            | 25,53 %   | -                    | -   | -                    |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires | 32,67 %   | 39 251               | 15,28 %   | 103 832              |
| Multistratégie   | 19,23 %   | 26 592               | 19,26 %   | 304 373              |
| Arbitrage statistique                                    | 28,07 %   | 18 610               | 28,97 %   | 20 297               |
| Arbitrage sur financement structuré                      | 30,63 %   | 557 205              | 30,30 %   | 611 938              |

\* La variation potentielle du rendement d'une stratégie est calculée en fonction de l'écart type de chaque stratégie, mesurée en dollars américains sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture figurant dans le portefeuille au 30 juin 2010 et au 31 décembre 2009, respectivement.

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

#### 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.

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

#### Risque de liquidité (suite)

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. Aucun nouveau placement n'a été réalisé au cours du semestre terminé le 30 juin 2010, sauf dans un fonds constitué grâce à la restructuration d'une position existante.

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>Règlements des rachats prévus au cours du deuxième semestre de 2010, classés selon le statut des fonds visés :</b> |                |   |
|---|----------------|---|
|   | <b>Montant</b> | <b>% du total du fonds de couverture détenu</b> |
| Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>  | 64 159 \$      | 1 %   |
| En liquidation  | 602 370        | 13 %  |
|   | 666 529 \$     | 14 %  |
| <b>Règlement des rachats prévus après 2010, classés selon le statut des fonds visés :</b>                             |                |   |
|   | <b>Montant</b> | <b>% du total du fonds de couverture détenu</b> |
| Rachats soumis à restriction <sup>1)</sup>  | 1 219 014 \$   | 26 %  |
| En liquidation  | 2 881 394      | 60 %  |
|   | 4 100 408 \$   | 86 %  |

1) La catégorie des rachats soumis à restriction correspond aux cas où le gestionnaire a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.

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)

#### Risque de liquidité (suite)

Les montants à recevoir sur les rachats de parts de fonds de couverture de la Fiducie totalisaient 161 208 \$ au 30 juin 2010, déduction faite d'une provision de 215 739 \$ US. 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 :

30 juin 2010

|   | Moins de<br>60 jours | De 61 à<br>90 jours | De 91 à<br>120 jours | Plus de<br>120 jours | Total         |
|---|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|---------------|
| Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture | - \$ US              | - \$ US             | - \$ US              | 151 997 \$ US        | 151 997 \$ US |

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.

| Type                                    | 30 juin 2010  |
|---|---------------|
| Retenues de garantie avant vérification | 62 724 \$ US  |
| Retenues pour liquidation               | 89 273        |
|   | 151 997 \$ US |

#### Risque de crédit

Outre ses placements en fonds de couverture, au 30 juin 2010 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 30 juin 2010, la notation des cocontractants était la suivante :

| Instrument :                          | Solde     | Notation |
|---------------------------------------|-----------|----------|
| Trésorerie détenue par le dépositaire | 65 963 \$ | A-1+*    |

\* Notations de Standard and Poor's.

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.

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

#### 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 gérait ce risque au moyens 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.

Au 30 juin 2010, le risque de change auquel était exposée la Fiducie 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 4 980 678 \$ US (7 902 290 \$ US au 31 décembre 2009).

L'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 52 825 \$ (82 650 \$ au 31 décembre 2009). 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.

### 4. Placement dans des fonds de couverture

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 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 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 varient, les préavis allant de 30 à 180 jours, et elles peuvent comprendre des dispositions de blocage et de limitation.

#### 4. Placement dans des fonds de couverture (suite)

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 30 juin 2010. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

| Stratégie  | 30 juin 2010              |              |       | 31 décembre 2009          |              |       |
|--|---------------------------|--------------|-------|---------------------------|--------------|-------|
|  | N <sup>bre</sup> de fonds | Juste valeur |       | N <sup>bre</sup> de fonds | Juste valeur |       |
| Arbitrage de titres adossés à des créances mobilières    | 1                         | 1 360 933    | 27 %  | 2                         | 1 533 397    | 20 %  |
| Arbitrage sur titres en difficulté                       | 2                         | 1 551 160    | 31 %  | 2                         | 1 640 805    | 22 %  |
| Arbitrage de produits de taux                            | 1                         | -            | 0 %   | 1                         | -            | 0 %   |
| Arbitrage de titres adossés à des créances hypothécaires | 1                         | 120 130      | 2 %   | 2                         | 679 545      | 9 %   |
| Multistratégie   | 2                         | 138 249      | 3 %   | 3                         | 1 653 081    | 22 %  |
| Arbitrage statistique                                    | 3                         | 66 307       | 1 %   | 3                         | 70 073       | 1 %   |
| Arbitrage sur financement structuré                      | 4                         | 1 819 034    | 36 %  | 4                         | 2 019 426    | 26 %  |
|  | 14                        | 5 055 813 \$ | 100 % | 17                        | 7 596 327 \$ | 100 % |

En prévision de la liquidation, la Fiducie avait 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 30 juin 2010.

|  | Actif, à la juste valeur, au 30 juin 2010 |          |              |              |
|--|---|----------|--------------|--------------|
|  | Niveau 1                                  | Niveau 2 | Niveau 3     | Total        |
| Placements à court terme, à la juste valeur                | 959 837 \$                                | - \$     | - \$         | 959 837 \$   |
| Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur | -   | -        | 5 055 813    | 5 055 813    |
| Total  | 959 837 \$                                | - \$     | 5 055 813 \$ | 6 015 650 \$ |

## 5. Évaluations de la juste valeur (suite)

|  | 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 la période terminée le 30 juin 2010, 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<br>Placements dans des fonds de couverture |
|--------------------------------------|--|
| Solde au début de l'exercice         | 7 596 327 \$   |
| Montant net des achats et des ventes | (2 573 020)  |
| Réalisés                             | (399 059)  |
| Non réalisés                         | 431 565  |
| Solde à la fin de la période         | 5 055 813 \$   |

## 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 \$ ont été 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.

## 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 3 811 032 \$ et 6 981 592 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2009. Les intérêts versés au titre de l'emprunt ont totalisé 29 321 \$ pour le semestre terminé le 30 juin 2009, tandis que le taux d'intérêt moyen payé sur le solde moyen de l'emprunt s'est établi à 1,36 % pour le semestre terminé le 30 juin 2009.

## 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.

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 effectués au cours des semestres indiqués :

| Semestre terminé le<br>30 juin 2010                                | Parts en<br>circulation | Capital social       | Surplus<br>d'apport  | Déficit                | Capitaux<br>propres |
|--|-------------------------|----------------------|----------------------|------------------------|---------------------|
| <b>Solde au 31 décembre<br/>2009</b>                               | 3 788 115               | 71 302 567 \$        | 23 310 368 \$        | (80 560 237) \$        | 14 052 698 \$       |
| Diminution de l'actif net<br>liée aux activités pour<br>la période | -                       | -                    | -                    | (135 706)              | (135 706)           |
| Parts annulées au cours<br>de la période                           | -                       | -                    | -                    | -                      | -                   |
| Distributions  | -                       | (8 371 734)          | -                    | -                      | (8 371 734)         |
| <b>Solde au 30 juin 2010</b>                                       | <b>3 788 115</b>        | <b>62 930 833 \$</b> | <b>23 310 368 \$</b> | <b>(80 695 943) \$</b> | <b>5 545 258 \$</b> |

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

Jusqu'à la date de liquidation, la Fiducie versait aux porteurs de parts des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative par part déclarée à la fin du mois précédant le trimestre civil. La Fiducie a aussi versé des distributions de liquidation totalisant 5,35 \$ par part aux porteurs de parts.

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2010, la Fiducie a versé des distributions de 2,21 \$ par part, pour un montant total de 8 371 734 \$.

## 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 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 d'information du public, 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 principales étapes du plan comprennent la présentation d'informations sur l'incidence qualitative et quantitative du basculement sur les états financiers de 2010, le cas échéant, et la préparation pour 2011 d'états financiers conformes aux 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 s'attend 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.

---

## 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 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](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