

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
Rapport annuel
31 décembre 2008





HISTORIQUE

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de la direction sur le rendement du Fonds	4
Rapport du comité d'examen indépendant	23
Responsabilité de la direction	28
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts	29
États financiers vérifiés	30
Northwater Capital Management Inc.	53

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe, dont les parts sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Elle offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre et d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable, par l'intermédiaire d'un contrat à terme de gré à gré. Au 31 décembre 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 12,06 \$. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions, s'établit à -36,80 %. Comparativement, l'indice obligataire universel DEX a enregistré un rendement de 6,41 % sur la même période, l'indice composé S&P/TSX un rendement de -33,00 % et l'indice S&P 500 un rendement de -37,00 % en dollars américains, soit une perte de 21,20 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 1,75 \$ par part au cours de l'exercice.

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

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

ont exigé vers la fin de l'année, de la part de ces mêmes gestionnaires, un rendement du capital supérieur, ce qui a accru la pression exercée sur les placements sous-jacents des fonds de couverture.

Malgré l'amélioration des perspectives du marché pour de nombreuses stratégies de couverture, la Fiducie procède de façon ordonnée à la liquidation de son portefeuille, en vue de la cessation de ses activités le 30 juin 2009, conformément à son prospectus. Par conséquent, nous faisons tout pour générer des liquidités et des remboursements de capital pour ses porteurs de parts.

Étant donné les conditions de marché actuelles, et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable que l'existence de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue à l'origine le 30 juin 2009.

Le 31 janvier 2009, environ 55 % de l'actif du Fonds (76 % de l'actif de la Fiducie) étaient exposés aux mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont elle dispose, la société de gestion prévoit qu'environ 42 % de l'actif du Fonds (répartis sur 18 fonds de couverture) (58 % de l'actif de la Fiducie) pourraient être soumis à des contraintes de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 30 juin 2009, date de la liquidation du Fonds.



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



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

Le 23 mars 2009

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du Fonds contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers complets de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 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 ou sur le site de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust est géré 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, administre celle-ci et en supervise le portefeuille. La société de gestion a retenu les services de Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») pour offrir des conseils en placement et pour gérer le portefeuille de la Fiducie conformément aux objectifs 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 en dollars canadiens, à moins d'indication contraire.

Adoption de nouvelles normes comptables

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

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

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

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») sont les suivants : versement aux porteurs de parts de distributions en espèces avantageuses sur le plan fiscal, tout en maintenant une faible corrélation et une faible volatilité, et remboursement aux porteurs de parts, à la liquidation de la Fiducie, du prix de souscription initial des parts.

Stratégies de placement

La Fiducie a investi le produit net de son placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »). Elle a également conclu un contrat de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») ayant une notation à long terme de AA. Le contrat à terme permet à la Fiducie de bénéficier du rendement de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée établie en vertu des lois des îles Caïmans et conseillée par le conseiller en placement, en échange du rendement du portefeuille d'actions ordinaires. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été cédé en garantie au cocontractant. La valorisation de la Fiducie n'est pas touchée par la variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires puisque les gains et les pertes sont neutralisés grâce au contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est basé sur son exposition au Fonds, à travers le contrat à terme.

Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture équivaut à 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2008 était de 146 % (145 % au 31 décembre 2007). Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible

corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Rien ne garantit que la Fiducie obtiendra un rendement corrigé du risque élevé. Le conseiller en placement est cependant d'avis que l'exposition de la Fiducie au Fonds, qui détient un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement de la Fiducie et ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le levier inhérent au contrat à terme augmentera le risque pour les porteurs de parts et n'améliorera pas le rendement si la valeur du portefeuille de fonds de couverture diminue.

En vertu du contrat à terme, la Fiducie s'expose aussi aux swaps de taux d'intérêt (les « swaps ») conclus par le Fonds. La Fiducie devrait obtenir un taux fixe de 4,45 % pendant la durée de son existence, auquel s'ajoutent les rendements qu'elle réalisera en sus des taux du marché monétaire du fait de son exposition au portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre. La Fiducie est exposée aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 0,49 %.

Processus de gestion des placements

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

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

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

La Fiducie a le droit d'emprunter un montant n'excédant pas 10 % de la valeur de son actif net afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges.

Au 31 décembre 2008, la Fiducie n'avait aucun endettement (aucun au 31 décembre 2007).

Risques

Le tableau qui suit présente le profil de risque de la Fiducie et du Fonds depuis leur lancement jusqu'au 31 décembre 2008 et jusqu'au 31 décembre 2007.

Statistiques de la Fiducie	Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2008	Depuis le lancement jusqu'au 31 décembre 2007
	Nombre de rendements mensuels positifs	33
Nombre de rendements mensuels négatifs	21	11
Pourcentage des mois négatifs	38,9 %	26,2 %
Rendement moyen des mois négatifs	(2,77)%	(1,08)%
Rendement mensuel le plus bas	(15,80)%	(4,29)%

Le tableau suivant présente le profil de risque des placement du Fonds dans des fonds de couverture pour les exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007.

Statistiques des fonds de couverture	Exercices terminés les 31 décembre	
	2008	2007
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ^{1,2}	6	24
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ^{1,2}	22	9
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ^{2,3}	15,21 %	6,92 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ^{2,4}	0,42	0,25

1. D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille du Fonds au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007.
2. D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2008 et 2007 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

3. L'écart type mesure la dispersion des rendements autour d'une moyenne (le rendement moyen). Un écart type faible représente un risque peu élevé que les rendements obtenus s'éloignent de façon importante de la moyenne.
4. La corrélation indique dans quelle mesure des variables (par exemple, les rendements de deux fonds de couverture) évoluent de la même façon.

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

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

Comme le montre le tableau des statistiques des fonds de couverture ci-dessus, la diversification des gestionnaires n'a pas suffi à éviter les effets dévastateurs de la vague de désendettement qui a envahi tout le secteur. La volatilité des rendements des fonds sous-jacents (exprimée par l'écart type) a grimpé à 15,21 %, comparativement à 6,92 % en 2007.

Le degré de similitude entre les rendements des gestionnaires (corrélation moyenne entre les fonds de couverture), particulièrement faible et stable par le passé, est monté en flèche en 2008, reflétant la gravité des difficultés qui frappent l'ensemble des marchés.

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

Étant donné les conditions du marché actuelles et en raison des contraintes de liquidité qui pèsent sur les fonds de couverture sous-jacents, il est probable, selon la société de gestion que l'existence du Fonds et de la Fiducie soit maintenue au-delà de la date de liquidation prévue à l'origine le 30 juin 2009.

Au 31 janvier 2009, environ 55 % de l'actif du Fonds (76 % de l'actif de la Fiducie) étaient exposés des mouvements des fonds de couverture sous-jacents sur le marché. Selon les renseignements les plus récents dont elle dispose, la société de gestion prévoit qu'environ 42 % de l'actif du Fonds (répartis sur 18 fonds de couverture) (58 % de l'actif de la Fiducie) pourraient être soumis à des restrictions en matière de liquidité susceptibles de se prolonger au-delà du 30 juin 2009, date de la liquidation du Fonds.

Le 31 décembre 2008, le conseiller en placement avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents, en prévision de la date de liquidation fixée pour le Fonds.

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

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

	Montant (\$ US)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Cours normal des activités	9 325 495	34 %
Rachats soumis à restrictions ^{1,2}	3 377 623	12 %
En liquidation	1 094 197	4 %
	<u>13 797 315</u>	<u>50 %</u>

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

	Montant (\$ US)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Rachats soumis à restrictions ¹	10 118 350	36 %
En liquidation	3 838 496	14 %
	<u>13 956 846</u>	<u>50 %</u>

1. La catégorie des rachats soumis à restrictions correspond aux cas où le gestionnaire du fonds de couverture a appliqué certaines restrictions à la demande de rachat, notamment en interrompant les rachats, en imposant des limitations ou en restructurant le fonds, pour créer par exemple une catégorie d'actions de liquidation.
2. Bien que ces rachats soient actuellement soumis à des restrictions, le conseiller en placement prévoit qu'ils seront réglés en 2009.

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

Résultats

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a enregistré un rendement de -36,80 % (-0,26 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007), compte tenu des distributions versées au cours de l'exercice. Les distributions de l'exercice ont totalisé 4 221 481 \$, soit 1,75 \$ par part.

Le swap de taux d'intérêt auquel la Fiducie était exposée à travers le contrat à terme a eu une incidence positive sur le rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (incidence négative pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007). La valeur de marché des swaps de taux d'intérêt détenus par le Fonds a augmenté de 531 291 \$ US au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (diminution de 100 116 \$ US au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007). Le ralentissement de l'activité économique en 2008 a entraîné une baisse généralisée de la courbe des taux, ce qui a joué en faveur du Fonds dans le contrat de swap de taux d'intérêt.

La Fiducie a racheté 247 300 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (274 500 parts rachetées pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007). Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 dans une proportion de 0,98 % (contribution de 0,64 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Les rendements des fonds de couverture sous-jacents au contrat à terme ont été le facteur ayant eu la plus grande incidence sur le rendement de la Fiducie.

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

<u>Stratégie</u>	Exercices terminés les 31 décembre	
	2008	2007
Activiste	(35,34)%	6,08 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	0,80 %	10,48 %
Arbitrage sur la structure du capital	—	5,62 %
Arbitrage sur titres en difficulté	(23,00)%	11,18 %
Arbitrage de produits de taux	(54,37)%	5,25 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	(22,69)%
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	(34,49)%	(3,23)%
Multi stratégie	(34,36)%	10,41 %
Arbitrage de réassurance	(1,82)%	14,47 %
Arbitrage statistique	(7,16)%	(5,87)%
Arbitrage sur financement structuré	(52,95)%	1,64 %

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

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

Les stratégies d'arbitrage de produit de taux et d'arbitrage de financement structuré ont été les moins rentables, ayant souffert de la dislocation du marché du crédit. La radiation complète d'un fonds de couverture du financement d'opérations commerciales, victime de la fraude de Petter révélée aux États-Unis

par une enquête du FBI rendue publique en septembre 2008, a également nui à la stratégie d'arbitrage de financement structuré. Les pertes du Fonds se sont élevées à 1 082 617 \$ US.

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

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

Sommaire du portefeuille de placements¹

La Fiducie est exposée au rendement généré par un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre à travers le contrat à terme. Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse approfondie.

Le portefeuille de fonds de couverture contient des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles; il est, par le fait même, assujéti aux risques spécifiques à ce type de stratégies. C'est pourquoi le conseiller cherche à le diversifier entre 14 stratégies de placement différentes, lesquelles peuvent comprendre des stratégies auxquelles le Fonds est exposé par ses placements dans des fonds de couverture multistratégies. Les fonds de couverture auxquels la Fiducie est exposée sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le Fonds a demandé le rachat de ses parts sur dix fonds de couverture, soit trois fonds d'arbitrage de financement structuré, deux fonds d'arbitrage statistique, un fond d'arbitrage sur fusions-acquisitions, un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires, un fonds multistratégie et un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières); pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007, le Fonds avait investi dans cinq nouveaux fonds de couverture et avait demandé le rachat de ses parts sur sept fonds de couverture.

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 niveau du Fonds, aux 31 décembre 2008 et 2007. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste	1	1 774 637 \$	6 %	1	2 744 536 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	3	4 625 196	17 %	4	7 914 440	10 %
Arbitrage sur titres en difficulté	3	3 363 483	12 %	5	12 791 205	16 %
Arbitrage de produits de taux	3	2 222 721	8 %	3	5 387 185	7 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	995 490	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	3	3 296 758	12 %	4	9 305 743	12 %
Multistratégie	6	5 501 011	20 %	6	17 072 702	21 %
Arbitrage de réassurance	2	1 236 228	4 %	2	4 407 933	6 %
Arbitrage statistique	4	3 779 595	14 %	6	10 854 126	14 %
Arbitrage sur financement structuré	3	1 954 532	7 %	6	8 039 314	10 %
	<u>28</u>	<u>27 754 161 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>38</u>	<u>79 512 674 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau qui suit indique, par stratégie de gestion de fonds de couverture de la Fiducie, le placement le plus important en pourcentage de l'actif net total déclaré de la Fiducie au 31 décembre 2008 et au 31 décembre 2007.

Stratégie	31 décembre 2008	31 décembre 2007
Activiste	7,88 %	4,95 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	12,34 %	6,17 %
Arbitrage sur titres en difficulté	9,58 %	6,71 %
Arbitrage de produits de taux	5,43 %	4,47 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	1,80 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	7,87 %	4,99 %
Multistratégie	4,96 %	6,85 %
Arbitrage de réassurance	4,60 %	6,09 %
Arbitrage statistique	8,98 %	8,02 %
Arbitrage sur financement structuré	5,20 %	3,24 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture au 31 décembre 2008. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture détenus par le Fonds qui représentent plus de 5 % de l'actif net de la Fiducie à la fin de l'exercice. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières de la Fiducie.

25 principaux placements	Type de placement	Coût (en \$ US)	Juste valeur (en \$ US)	Juste valeur en % de l'actif net
Mariner-Tricadia Credit Strategies, Ltd.*	Actions participatives	1 377 626 \$	2 776 882 \$	12,34 %
Cerberus International Ltd.* . . .	Actions participatives	1 589 887	2 157 218	9,58 %
Two Sigma Spectrum Cayman Fund, Ltd.*	Actions participatives	2 000 000	2 020 081	8,98 %
Icahn Fund Ltd.*	Actions participatives	2 000 000	1 774 637	7,88 %
Sorin Offshore Fund, Ltd.*	Actions participatives	1 800 000	1 771 300	7,87 %
CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.*	Actions participatives	1 200 000	1 575 359	7,00 %
Platinum Grove Contingent Capital Offshore Fund, Ltd.*	Actions participatives	2 400 000	1 221 050	5,43 %
BDC Offshore Fund Ltd*	Actions participatives	1 400 000	1 170 339	5,20 %
Tykhe portfolios Ltd.*	Actions participatives	2 000 000	1 134 458	5,04 %
Fonds 183*	Actions participatives	1 068 750	1 115 945	4,96 %
Fonds 146*	Actions participatives	1 637 299	1 112 006	4,94 %
Fonds 121*	Actions participatives	1 095 452	1 077 600	4,79 %
Fonds 195*	Actions participatives	800 000	1 036 368	4,60 %
Fonds 101*	Actions participatives	1 526 762	937 705	4,17 %
Fonds 103*	Actions participatives	1 681 804	907 823	4,03 %
Fonds 130*	Actions participatives	931 520	796 969	3,54 %
Fonds 140*	Actions participatives	1 108 003	785 808	3,49 %
Fonds 205*	Actions à droit de vote et solde du capital	1 285 145	784 188	3,48 %
Fonds 208*	Actions participatives	949 903	780 389	3,47 %
Fonds 190*	Actions participatives	700 000	617 616	2,74 %
Fonds 225*	Actions participatives	500 000	583 069	2,59 %
Fonds 118*	Actions participatives	—	460 785	2,05 %
Fonds 212*	Actions participatives	—	425 876	1,89 %
Fonds 171*	Actions participatives	302 250	272 955	1,21 %
Fonds 191*	Actions participatives	830 198	215 863	0,96 %

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

Au 31 décembre 2008, la Fiducie détenait les actions ordinaires suivantes. La Fiducie n'est pas exposée à des risques économiques relativement à ces titres étant donné qu'elle a vendu à terme les actions ordinaires à un prix établi selon le rendement d'un portefeuille de fonds de couverture.

<u>Placements en actions</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
Aastra Technologies Ltd.	Actions ordinaires	4,26 %
Atrium Innovations Inc.	Actions ordinaires	9,46 %
Celestica Inc.	Actions ordinaires	5,57 %
Groupe CGI inc.	Actions ordinaires	12,50 %
Fairborne Energy Ltd.	Actions ordinaires	4,51 %
Galleon Energy.	Actions ordinaires	3,49 %
Les Vêtements de Sport Gildan inc.	Actions ordinaires	5,56 %
Great Canadian Gaming Corp.	Actions ordinaires	3,27 %
Macdonald Dettwiler & Assoc.	Actions ordinaires	6,28 %
Quandra Mining Ltd.	Actions ordinaires	1,65 %
Research in Motion Ltd.	Actions ordinaires	5,09 %
RONA Inc.	Actions ordinaires	6,79 %
Sino-Forest Corp.	Actions ordinaires	6,35 %
Stantec Inc.	Actions ordinaires	10,09 %
Tristar Oil and Gas Ltd.	Actions ordinaires	7,88 %
Westjet.	Actions ordinaires	8,87 %

1. Le sommaire du portefeuille de placements peut varier en raison des opérations de portefeuille effectuées quotidiennement. Il n'existe aucun lien de dépendance entre la Fiducie ou Northwater Fund Management Inc. et les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investit. 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 pour les exercices terminés les 31 décembre 2008, 2007, 2006 et 2005 et la période du 30 juin au 31 décembre 2004. Ces données sont tirées des états financiers annuels vérifiés de la Fiducie. La valeur de l'actif net part part présentée dans les états financiers diffère de celle qui est calculée aux fins des opérations. Une explication de cette différence figure dans les notes afférentes aux états financiers.

Actif net par part de la Fiducie

	Exercices terminés les				Période du 30 juin au 31 décembre 2004
	31 décembre				
	2008	2007	2006	2005	
Actif net au début de la période	21,24 \$	23,07 \$	22,47 \$	23,89 \$	23,75 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :					
Total des revenus	0,02	0,02	0,01	—	0,05
Total des charges	(0,42)	(0,41)	(0,41)	(0,46)	(0,22)
Gains réalisés (pertes) pour la période	(0,69)	3,12	1,25	0,52	—
Gains non réalisés (pertes) pour la période	(7,79)	(2,82)	1,29	0,24	1,52
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹	(7,50)	(0,09)	2,14	0,30	1,36
Distributions :					
Revenu de placement (hors dividendes)	—	—	—	—	—
Gains en capital	—	—	—	—	—
Remboursement de capital	1,75	1,75	1,75	1,75	0,875
Distributions annuelles totales ²	1,75	1,75	1,75	1,75	0,875
Actif net à la fin de la période ³	11,97 \$	21,24 \$	23,07 \$	22,47 \$	23,89 \$

1. L'actif net et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période.
2. Les distributions pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008 ont été versées comptant.
3. Le tableau sur l'actif net par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir un rapprochement de la valeur de l'actif net par part au début et à la fin de la période.

Ratios et données supplémentaires

	2008	2007	2006	2005	2004
Actif net (en milliers de dollars) ¹	27 864 \$	54 571 \$	65 587 \$	70 702 \$	77 173 \$
Nombre de parts en circulation ¹	2 321 500	2 568 800	2 843 300	3 146 200	3 230 000
Ratio des frais de gestion ²	10,96 %	8,72 %	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	10,96 %	8,72 %	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Taux de rotation du portefeuille ³	81,63 %	9,49 %	10,61 %	62,33 %	0,00 %
Ratio des frais d'opérations ⁴	0,04 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,02 %
Cours de clôture à la fin de la période	9,40 \$	19,50 \$	20,56 \$	20,50 \$	26,40 \$

- Données arrêtées au 31 décembre de chacun des exercices indiqués.
- Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion tient compte des charges de la Fiducie et du Fonds, mais également des charges estimatives 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 accru le ratio des frais de gestion du Fonds de 9,79 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, de 5,54 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 et de 5,47 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (9,80 % en 2005 et 9,66% en 2004). Ce ratio annualisé a été calculé à partir du total des charges indiqué dans les états financiers annuels vérifiés des fonds sous-jacents pour les exercices terminés respectivement les 31 décembre 2007, 2006, 2005 et 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. 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 le Fonds à la fin de la période. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, la performance du gestionnaire et le moment des rachats. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour la période en cours.
- Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.
- Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Rendements passés

Information d'ordre général

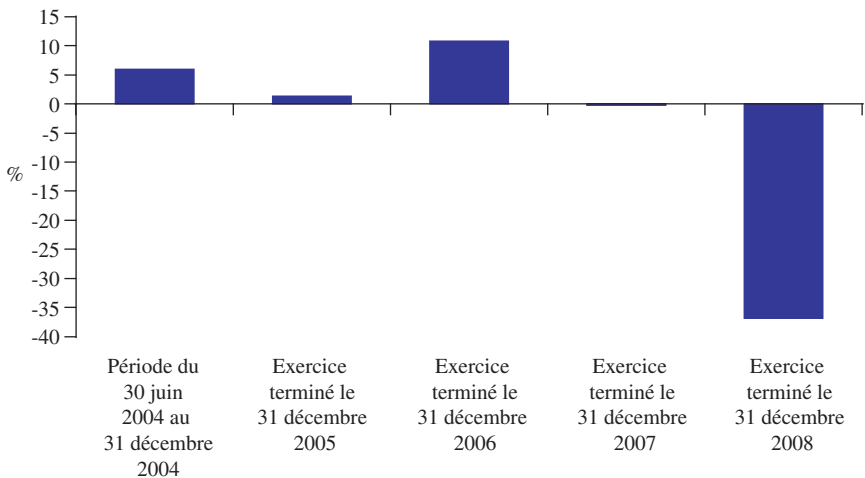
Veuillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

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

Rendements annuels

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

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



Rendements annuels composés

Le tableau suivant compare les rendements annuels composés historiques du Fonds pour les périodes indiquées et divers indices du marché :

	Depuis l'établissement*	3 ans	1 an
Northwater Five-Year Market-Neutral Trust	(6,19)%	(11,27)%	(36,80)%
Indice composé S&P/TSX	3,54 %	(4,80)%	(33,00)%
Indice des bons du Trésor 91 jours Scotia Capitaux	3,43 %	3,91 %	3,33 %
Indice obligataire universel DEX	5,93 %	4,71 %	6,41 %

* La date d'établissement du Fonds est le 30 juin 2004.

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

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

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

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

Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

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 0,15 % 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.

La Fiducie verse également à la société de gestion des frais de service annuels correspondant à 0,30 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont comptabilisés

mensuellement et calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ces frais sont reversés aux courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtiers à la fin du trimestre visé. Ils sont comptabilisés mensuellement et calculés et versés à la fin de chaque trimestre, à terme échu. La presque totalité des honoraires de gestions sert à la fourniture, par la société de gestion, de services de conseils en gestion de portefeuille et en placement.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 69 376 \$ et à 134 021 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 31 décembre 2008 s'établissaient à 12 227 \$ et à 21 334 \$, respectivement. (Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007 s'établissaient à 96 567 \$ et à 189 946 \$, respectivement.)

Autres frais

La Fiducie paie au cocontractant du contrat à terme des frais d'opération à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens; ces frais varient selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ils sont calculés et payés trimestriellement à terme échu.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fonds de couverture dépend 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 publiée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, elle a varié entre 12,06 \$ et 21,15 \$, compte tenu des distributions (entre 21,30 \$ et 23,65 \$ par part au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant l'exercice

terminé le 31 décembre 2008, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 7,75 \$ et 19,89 \$ (entre 17,51 \$ et 22,79 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Distributions

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, des distributions totalisant 1,75 \$ par part, soit 4 221 481 \$ au total, ont été déclarées (1,75 \$ par part, soit 4 671 932 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007). Ces distributions représentent un rendement de 7 % sur le prix de souscription initial de 25,00 \$ la part, ce qui est conforme au rendement annuel cible de 7 % de la Fiducie.

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

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales a été établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois 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 pour l'exercice terminé le 31 décembre 2008.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 mars 2008	15 avril 2008	Remboursement de capital	0,4375
30 juin 2008	15 juillet 2008	Remboursement de capital	0,4375
30 septembre 2008	15 octobre 2008	Remboursement de capital	0,4375
31 décembre 2008	15 janvier 2009	Remboursement de capital	0,4375

Rachat aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue de racheter jusqu'à 2,5 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente.

Le 24 août 2007, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto 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 262 405 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période du 30 août 2007 au 29 août 2008. 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 237 847 parts, soit 10 % de son flottant, durant la période du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a racheté 247 300 parts pour un montant total de 4 378 822 \$ (274 500 parts pour un montant total de 5 854 569 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007) aux fins d'annulation en vertu de ce programme.

Conséquences fiscales potentielles de la liquidation

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

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST – et – NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL FUND LIMITED RAPPORT DU COMITÉ D'EXAMEN INDÉPENDANT

Aux investisseurs

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

Ce rapport est le deuxième rapport annuel du CEI conforme aux exigences du Règlement 81-107. Cependant, le conseil consultatif a publié des rapports aux porteurs de parts chaque année depuis le 25 août 2004.

Selon le Règlement, le CEI a pour fonction d'examiner les conflits d'intérêts qui ont été décelés et lui ont été signalés par Northwater Fund Management Inc., à titre de société de gestion, et par Northwater Capital Management Inc., à titre de conseiller en placement du Fonds (collectivement la « société de gestion »), et de donner son approbation ou ses recommandations à cet égard. Notre examen consiste à déterminer si les mesures proposées par la société de gestion donnent un résultat juste et raisonnable pour la Fiducie et pour le Fonds sous-jacent.

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

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

Comme il a été annoncé, la Fiducie et le Fonds devraient cesser leurs activités le 30 juin 2009. Nous travaillerons par conséquent en collaboration avec la société de gestion, conformément à notre mandat, jusqu'à la liquidation de la Fiducie et du Fonds.

Nous tenons également à aviser les porteurs de parts qu'à compter du 31 mars 2009, Jeff Francoz quittera ses fonctions de président du comité d'examen indépendant. M. Francoz vient de changer d'emploi et les politiques de son

nouvel employeur l'empêchent de participer à des comités tels que le CEI. Les autres membres du comité tiennent à remercier M. Francoz pour sa contribution et continueront d'assurer leurs fonctions conformément au Règlement 81-107 tout en collaborant avec la société de gestion dans la recherche d'un remplaçant.

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

Cordialement



Jeffrey D. Francoz
Président du comité d'examen indépendant.

Membres du comité d'examen indépendant.

Années de participation au conseil consultatif /CEI

Nom	Domicile	Date de nomination¹
Jeffrey D. Francoz	Toronto (Ontario)	25 août 2004 ²
Président du CEI		
Ann Marshall	Toronto (Ontario)	25 août 2004 ²
Peter Vesely	Toronto (Ontario)	1 ^{er} novembre 2007

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

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

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

Propriété des titres

(a) Fiducie et Fonds

Au 31 décembre 2008, le pourcentage de parts de la Fiducie appartenant, directement ou indirectement, aux membres du CEI à titre de propriétaires réels n'excédait pas 10 % des parts. Les actions du Fonds sous-jacent sont détenues exclusivement par le cocontractant au swap et aucune action du Fonds n'a été offerte au public.

(b) Société de gestion

Au 31 décembre 2008, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série de la société de gestion.

(c) Prestataires de services

Au 31 décembre 2008, les membres du CEI ne détenaient, directement ou indirectement à titre de propriétaire réel, aucun titre avec droit de vote, ni aucune action d'une quelconque catégorie ou série, d'une société fournissant des services à la Fiducie ou à la société de gestion, qui pourrait raisonnablement donner lieu à une perte d'indépendance réelle ou perçue.

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

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

Information d'ordre général

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

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, le CEI a examiné : i) la charte du CEI, ii) l'information fournie aux porteurs de parts conformément au

Règlement 81-106, iii) les rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie et du Fonds, iv) le respect des lignes directrices en matière de placement, v) la rémunération des membres du CEI afin d'assurer qu'elle reste raisonnable, vi) la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels et vii) les instructions transmises à la société de gestion relativement aux questions de conflit d'intérêts, conformément au Règlement 81-107. Le CEI a par ailleurs examiné les divers principes et pratiques de la société de gestion relativement aux conflits d'intérêts afin d'en déterminer l'adéquation et l'efficacité.

Le CEI atteste que la direction de la société de gestion a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents et de poser des questions à certains membres de la direction selon qu'il le jugeait nécessaire pour assumer correctement ses responsabilités.

Rémunération et indemnités

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

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

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

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

Conflits d'intérêts

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

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

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

Instructions

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

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

Politiques traitant des conflits d'intérêts

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

Nous espérons continuer à assurer nos responsabilités en 2009, pour le bénéfice de la Fiducie et du Fonds.



Jeffrey D. Francoz
Président du CEI



Ann Marshall



Peter Vesely

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

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

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



Paul Robson, CFA
Président et chef de l'exploitation



Eve N. Jdrzejewska, CA, CFA
Vice-présidente et chef de la conformité

Le 23 mars 2009

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

Nous avons vérifié l'état du portefeuille de placements de **Northwater Five-Year Market-Neutral Trust** (la « Fiducie ») au 31 décembre 2008, les états de l'actif net aux 31 décembre 2008 et 2007 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie des exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Fiducie. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

Nos vérifications ont été effectuées conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir l'assurance raisonnable que les états financiers sont exempts d'inexactitudes importantes. La vérification comprend le contrôle par sondages des éléments probants à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière de la Fiducie aux 31 décembre 2008 et 2007 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

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

Comptables agréés
Experts-comptables autorisés

Le 23 mars 2009

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

	<u>31 décembre 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
ACTIF		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 2 100 000 \$ en 2008; 1 572 156 \$ en 2007)	2 215 032 \$	1 571 991 \$
Actions ordinaires, à la juste valeur (coût : 44 791 796 \$ en 2008; 53 455 776 \$ en 2007)	28 233 749	73 304 362
	<u>30 448 781</u>	<u>74 876 353</u>
Passif		
Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 6)	1 539 916	19 072 251
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	62 409	29 869
Frais de service à payer (note 7)	21 334	44 408
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 7)	12 227	22 202
Frais du comité d'examen indépendant à payer	12 897	12 897
Distribution à payer (note 9)	<u>1 015 656</u>	<u>1 123 850</u>
	<u>2 664 439</u>	<u>20 305 477</u>
Actif net	<u>27 784 342 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 5)		
Capital social	54 712 580 \$	60 540 890 \$
Surplus d'apport	3 065 689	1 616 201
Déficit	<u>(29 993 927)</u>	<u>(7 586 215)</u>
Total	<u>27 784 342 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 5)	<u>2 321 500</u>	<u>2 568 800</u>
Actif net par part	<u>11,97 \$</u>	<u>21,24 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Northwater Fund Management Inc.

Par: Par: 

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2008	2007
Revenu de placement		
Intérêts	47 082 \$	54 231 \$
	<u>47 082</u>	<u>54 231</u>
Charges		
Frais de service (note 7)	134 021 \$	189 946 \$
Frais de financement du contrat à terme (note 7)	510 146	614 594
Frais de gestion (note 7)	69 376	96 567
Honoraires de vérification	92 059	62 332
Frais du comité d'examen indépendant	21 620	9 052
Droits de garde	14 039	21 291
Frais juridiques	50 532	14 197
Frais d'information aux porteurs de titres	88 059	77 624
Intérêts et commissions de garantie (note 8)	29 260	5 520
Frais d'opérations	16 156	12 238
	<u>1 025 268</u>	<u>1 103 361</u>
Perte nette de placement	<u>(978 186)</u>	<u>(1 049 130)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Actions ordinaires et instruments à court terme	1 666 252	8 378 102
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Actions ordinaires	(36 406 633)	(488 552)
Contrat à terme (note 6)	<u>17 532 335</u>	<u>(7 070 862)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	<u>(17 208 046)</u>	<u>818 688</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	<u>(18 186 232) \$</u>	<u>(230 442) \$</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités, par part pour l'exercice*	<u>(7,50) \$</u>	<u>(0,09) \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice (2 424 315 en 2008; 2 686 823 en 2007).

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2008	2007
Actif net au début de l'exercice	54 570 876 \$	65 586 531 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	(18 186 232)	(489 154)
Opérations sur parts (note 5)		
Parts rachetées pour annulation	(4 378 822)	(5 854 569)
	<u>32 005 822</u>	<u>59 242 808</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 9)		
Remboursement de capital	(4 221 480)	(4 671 932)
Actif net à la fin de l'exercice	<u>27 784 342 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2008	2007
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités	(18 186 232) \$	(230 442) \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée des actions ordinaires et des instruments à court terme	36 406 633	488 552
Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée du contrats à terme	(17 532 335)	7 070 862
(Gain) perte réalisée sur les actions ordinaires et instruments à court terme	(1 666 252)	(8 378 102)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	(509)	(30 767)
Achat d'actions ordinaires	(42 188 491)	(25 806 592)
Produit de la vente d'actions ordinaires	52 518 724	37 893 439
	<u>9 351 538</u>	<u>11 006 950</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Rachat de parts de la Fiducie	(4 378 822)	(5 854 569)
Distribution versée aux porteurs de parts	(4 329 675)	(4 792 026)
	<u>(8 708 497)</u>	<u>(10 646 595)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	<u>643 041</u>	<u>360 355</u>
Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice	<u>1 571 991</u>	<u>1 211 636</u>
Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice	<u><u>2 215 032</u></u> \$	<u><u>1 571 991</u></u> \$
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	29 260 \$	5 520 \$

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements
31 décembre 2008

	Notation*	Date d'échéance	Nbre d'actions/ valeur nominale	Coût	Juste valeur	Juste valeur en % de l'actif net
Portefeuille d'actions ordinaires						
Aastra Technologies Ltd.			100 000	1 180 000 \$	1 184 000	4,26 %
Atrium Innovations Inc. ...			203 943	3 140 722	2 628 825	9,46 %
Celestica Inc.			280 445	2 810 059	1 548 056	5,57 %
Groupe CGI.			365 511	3 614 904	3 472 355	12,50 %
Fairborne Energy Ltd.			214 334	1 210 987	1 253 854	4,51 %
Galleon Energy Inc.			191 479	3 117 278	970 799	3,49 %
Les Vêtements de Sport Gildan inc.			108 872	3 750 640	1 544 894	5,56 %
Great Canadian Gaming Corp.			253 026	3 117 268	908 363	3,27 %
Macdonald Dettwiler & Assoc.			80 791	3 550 747	1 742 662	6,28 %
Quadra Mining Ltd.			169 602	3 117 285	459 621	1,65 %
Research In Motion Ltd. ...			28 586	1 995 329	1 413 864	5,09 %
RONA Inc.			157 366	2 340 464	1 886 818	6,79 %
Sino-Forest Corp.			182 653	1 210 989	1 760 775	6,35 %
Stantec Inc.			93 862	2 970 732	2 804 597	10,09 %
Tristar Oil and Gas.			193 674	4 113 636	2 188 516	7,88 %
Westjet.			188 369	3 550 756	2 465 750	8,87 %
Portefeuille d'actions ordinaires				<u>44 791 796</u>	<u>28 233 749</u>	<u>101,62 %</u>
Trésorerie					115 033	0,41 %
Acceptations bancaires*						
Banque Royale du Canada	R-1 (élevé)	2 janvier 2009	1 300 100	1 300 000	1 299 999	4,68 %
Banque canadienne impériale de commerce	R-1 (élevé)	2 janvier 2009	<u>800 000</u>	<u>800 000</u>	<u>800 000</u>	<u>2,88 %</u>
Trésorerie et placements à court terme				<u>2 100 000</u>	<u>2 215 032</u>	<u>7,97 %</u>
Total des placements					<u>30 448 781</u>	<u>109,59 %</u>
Autres éléments d'actif net (de passif net) ..					<u>(2 664 439)</u>	<u>(9,59)%</u>
Actif net et capitaux propres					<u>27 784 342 \$</u>	<u>100 %</u>

* Notation du DBRS au 31 décembre 2008.

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007

1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Five-Year 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 juin 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire. Northwater Fund Management Inc. (la « société de gestion ») est le fiduciaire de la Fiducie et la Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») en est le dépositaire. La Fiducie est entrée en activité le 30 juin 2004 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») a commencé ses activités le 30 juin 2004. La Fiducie a émis des parts additionnelles le 31 décembre 2004 dans le cadre d'un reclassement. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. La Fiducie sera liquidée le 30 juin 2009 ou vers cette date (la « date de liquidation ») et son actif net sera alors distribué au prorata aux porteurs de parts, à moins qu'une autre date de liquidation plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin.

Les actifs de la Fiducie investis dans des liquidités, des placements à court terme et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») sont combinés à un contrat à terme (le « contrat à terme ») afin d'obtenir un rendement tiré d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.

2. Principales conventions comptables

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

Adoption de nouvelles normes comptables

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

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

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

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par la Fiducie :

a) Trésorerie et placements à court terme

La trésorerie consiste en des dépôts dans des comptes à intérêts. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur d'instruments du même type à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

b) Placements

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

Les actions ordinaires cotées sur une bourse reconnue sont évaluées au cours acheteur à chaque date d'évaluation. Les actions ordinaires qui n'ont pas été négociées à cette date sont évaluées à la moyenne du cours acheteur et vendeur, ou au dernier cours connu. Les gains et pertes réalisés sont calculés selon le coût moyen. Le revenu provenant des distributions est comptabilisé à la date ex-dividende ou ex-distribution, au montant brut.

La juste valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte qui aurait été réalisé(e) si le contrat avait été « liquidé » à la date d'évaluation. La différence entre le coût et la juste valeur est comptabilisée à titre de gain ou perte non réalisé(e) sur le contrat à terme. La valeur du contrat à terme est fondée sur la variation de la valeur du Fonds, qui investit principalement dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, et sur celle de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, après déduction du coût du levier. Les placements dans des fonds de couverture à stratégie neutre du Fonds sont valorisés à la juste valeur, selon la valeur liquidative déclarée par leur gestionnaire de portefeuille ou l'entité chargée de leur administration, à la date d'évaluation. Si cette valeur n'est pas

disponible, la Fiducie utilise la valeur liquidative provisoire la plus récente, établie selon les rendements provisoires déclarés par les gestionnaires des fonds ou les entités chargées de leur administration. La société de gestion ou le conseiller en placement peuvent, à leur entière discrétion, utiliser une autre méthode d'évaluation des fonds de couverture sous-jacents qui leur paraîtrait mieux représenter leur juste valeur.

c) 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. Les produits et charges libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen de l'exercice.

d) Utilisation d'estimations

La préparation des états financiers conformément aux PCGR 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.

e) Frais d'opérations

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

3. Risques liés aux instruments financiers

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

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

fois sur les rendements que la Fiducie a obtenus en 2008 et sur la volatilité qu'elle a enregistrée. En outre, à mesure que la Fiducie avancera dans le processus de liquidation, son exposition aux fonds de couverture variera sans cesse, et les placements du Fonds dans les fonds de couverture seront de moins en moins diversifiés, ce qui entraînera une hausse du risque de concentration. Le profil de risque de la Fiducie a donc subi les effets décrits ci-dessous.

Risque de marché

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

La Fiducie investit essentiellement dans un portefeuille d'actions canadiennes cotées en bourse et, par le biais d'un contrat à terme, a accepté de vendre les actions ordinaires au cocontractant à un prix basé sur le rendement d'un portefeuille sous-jacent de fonds de couverture. De ce fait, elle n'est aucunement exposée au risque de marché des actions ordinaires.

Elle est, en revanche, exposée au risque du portefeuille de fonds de couverture par le biais du contrat à terme. Le processus d'établissement de la juste valeur des placements dans les fonds de couverture à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié est fondé sur la juste valeur des placements sous-jacents des fonds de couverture. Cette valeur peut différer de celle qui aurait été disponible s'il y avait eu un marché pour ces placements et peut également différer du prix auquel les placements pourraient être vendus.

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

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

<u>Stratégie</u>	<u>Variation potentielle du rendement de la stratégie (%)*</u>	<u>Incidence sur l'actif net du Fonds (\$ US)</u>
Activiste	16,73 %	296 815
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5,08 %	235 152
Arbitrage sur titres en difficulté	9,51 %	319 862
Arbitrage de produits de taux	28,40 %	631 223
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	13,22 %	435 732
Multistratégie	15,86 %	872 239
Arbitrage de réassurance	4,67 %	57 787
Arbitrage statistique	12,86 %	485 880
Arbitrage sur financement structuré	24,54 %	479 728

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

Risque de 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 étant exposée à des placements en fonds de couverture libellés essentiellement en dollars américains par le biais du contrat à terme, la valeur de ces placements peut fluctuer selon le taux de change. La Fiducie gère ce risque en utilisant les contrats de change à terme conclus par le Fonds.

Au 31 décembre 2008, l'incidence sur l'actif net d'une variation de 1 % du dollar canadien aurait été de 14 052 \$.

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 demandes de rachat et les opérations visant à soutenir le cours de ses actions participatives.

La Fiducie investit essentiellement dans des actions ordinaires canadiennes cotées en bourse. Ces placements sont considérés comme très liquides. De

plus, la Fiducie est exposée à des fonds de couverture pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire actif. Les placements du Fonds peuvent donc être considérés comme non liquides. Le Fonds est assujéti à des restrictions concernant les rachats de parts sur chacun des fonds de couverture de son portefeuille, lesquels peuvent être effectués mensuellement, trimestriellement, semestriellement ou annuellement. Les préavis de rachat varient de 30 à 180 jours. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujétiés à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions et à des restrictions visant les placements non liquides mis de côté.

Pour être en mesure de faire face à ses obligations financières, la Fiducie dispose d'une facilité de crédit qui lui permet d'obtenir de la trésorerie sous certaines conditions. Par ailleurs, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié et géré en fonction de la date de liquidation de la Fiducie.

Pour atténuer le risque de liquidité, le portefeuille de fonds de couverture est diversifié entre différents gestionnaires et stratégies. Cependant, en raison de la crise du crédit qui sévit actuellement, un bon nombre des stratégies utilisées par les fonds de couverture, fondées sur l'existence de marchés fonctionnels qui permettent notamment aux gestionnaires de prendre des positions à découvert, ont entraîné des pertes, non seulement par suite des mouvements de marché, mais aussi à cause des contraintes de liquidité. Certains gestionnaires de fonds de couverture 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 le Fonds 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 le Fonds en tenant compte de la date de liquidation. Par conséquent, le 31 décembre 2008, le conseiller en placement avait déposé des demandes de rachat auprès de tous les fonds de couverture sous-jacents.

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

Date effective du rachat	Montant (\$) au 31 décembre 2008	% du total du fonds de couverture détenu	Montant (\$ US) reçu après la fin de l'exercice
1 ^{er} janvier 2008	784 188	3 %	71 617
1 ^{er} avril 2008	314 942	1 %	117 390
1 ^{er} juillet 2008	3 101 369	11 %	448 905
1 ^{er} août 2008	199 860	1 %	147 607
1 ^{er} octobre 2008	1 672 474	6 %	112 715
1 ^{er} décembre 2008	1 221 068	4 %	—
1 ^{er} janvier 2009	17 714 562	64 %	10 096 950 ¹
1 ^{er} juin 2009	1 575 359	6 %	—
1 ^{er} juillet 2009	1 170 339	4 %	—
	<u>27 754 161</u>	<u>100 %</u>	<u>10 995 184</u>

1. Le Fonds a reçu le règlement du rachat avant la date d'effet sur l'un des fonds de couverture. Ce montant de 1 502 797 \$ US est inclus dans ce tableau et comptabilisé dans l'état de l'actif net au poste Fond de couverture vendu d'avance.

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

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

	Montant (\$ US)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Cours normal des activités	9 325 495	34 %
Rachats soumis à restrictions ^{1,2}	3 377 623	12 %
En liquidation	1 094 197	4 %
	<u>13 797 315</u>	<u>50 %</u>

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

	Montant (\$ US)	% du portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2008
Rachats soumis à restrictions ¹	10 118 350	36 %
En liquidation	3 838 496	14 %
	<u>13 956 846</u>	<u>50 %</u>

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

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

Les montants à recevoir sur les rachats de parts de fonds de couverture du Fonds totalisaient 727 481 \$ US au 31 décembre 2008. Le Fonds est exposé au risque de liquidité car ces montants pourraient ne pas être réalisés (recouvrés) pendant une période prolongée. Au 31 décembre 2008, le classement par échéance des montants à recevoir s'établissait comme suit :

	<u>Moins de 60 jours</u>	<u>De 61 à 90 jours</u>	<u>De 91 à 120 jours</u>	<u>Plus de 120 jours</u>	<u>Total</u>
Montant à recevoir sur les rachats de fonds de couverture	49 915 \$ US		339 803 \$ US	337 763 \$ US	727 481 \$ 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 l'exercice se répartit en deux catégories : les retenues de garantie avant vérification, qui représentent un faible pourcentage des rachats retenu dans l'attente de la vérification du fonds de couverture, et les retenues pour liquidation, qui représentent principalement les positions détenues par les fonds de couverture dans des actifs en cours de liquidation.

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

<u>Type</u>	<u>Montant (\$ US)</u>
Retenues de garantie avant vérification	292 378
Retenues pour liquidation	435 103
	<u>727 481</u>

Risque de crédit

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

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

<u>Instrument :</u>	<u>Notation*</u>
Trésorerie	AA-
Facilités de crédit	AA-
Contrat de change à terme	AA-

* Notations de Standard and Poor's.

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

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

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

Risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la variation des taux d'intérêt ait une incidence défavorable sur la juste valeur des titres à revenu fixe ou sur les flux de trésorerie futurs des instruments financiers. Les instruments financiers qui peuvent exposer la Fiducie au risque de taux d'intérêt sont les titres à revenu fixe à court terme, l'emprunt bancaire et un swap de taux d'intérêt du Fonds. 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. L'exposition de la Fiducie au risque de taux d'intérêt correspond au swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds.

Au 31 décembre 2008, en supposant une évolution parallèle de la courbe des taux, si les taux d'intérêt devaient augmenter ou diminuer de 1 %, l'incidence sur l'actif net de la Fiducie serait de 199 222 \$.

4. Swap de taux d'intérêt détenu par Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited

Le Fonds a conclu, avec une banque américaine (le « cocontractant »), un swap de taux d'intérêt prévoyant l'échange d'un taux variable du marché monétaire contre un taux fixe de 4,45 %. Par conséquent, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient diminuer (ou augmenter) de 1 %, la valeur du Fonds augmenterait (ou diminuerait) d'environ 0,49 %. La Fiducie est exposée au swap par l'intermédiaire du contrat à terme.

Le cocontractant du swap a une notation de AA-. La solvabilité du cocontractant a été analysée avant de conclure le swap et son évolution est régulièrement suivie.

Le montant notionnel des swaps de taux d'intérêt s'élevait à 40 000 000 \$ CA au 31 décembre 2008 et la date d'échéance est le 30 juin 2009. (60 516 000 \$ CA au 31 décembre 2007; échéance au 30 juin 2009).

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

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2,5 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. De plus, la Fiducie est autorisée à acheter des parts quand la valeur des parts destinées à la vente est inférieure à leur valeur liquidative. 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 237 847 parts, soit 10 % de son flottant durant la période du 11 septembre 2008 au 10 septembre 2009. Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a racheté 247 300 parts, pour un total de 4 378 822 \$, au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (274 500 parts pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Les capitaux propres se composent du capital social et du déficit. Les tableaux suivants présentent les opérations portant sur le capital social et le déficit effectuées au cours des exercices terminés les 31 décembre 2008 et 2007:

Exercice terminé le 31 décembre 2008	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Déficit	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2007	2 568 800	60 540 890 \$	1 616 201 \$	(7 586 215) \$	54 570 876 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice				(18 186 232)	(18 186 232)
Parts annulées au cours de l'exercice	(247 300)	(5 828 310)	1 449 488	—	(4 378 822)
Distributions				(4 221 481)	(4 221 480)
Solde au 31 décembre 2008	<u>2 321 500</u>	<u>54 712 580</u>	<u>3 065 689</u>	<u>(29 993 928)</u>	<u>27 784 342</u>
Exercice terminé le 31 décembre 2007	Parts en circulation	Capital social	Surplus d'apport	Déficit	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2006	2 843 300	67 010 243 \$	1 001 417	(2 683 840)	65 327 820 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	—	—	—	(230 442)	(230 442)
Parts annulées au cours de l'exercice	(274 500)	(6 469 353)	614 784	—	(5 854 569)
Distributions	—	—	—	(4 671 932)	(4 671 932)
Solde au 31 décembre 2007	<u>2 568 800</u>	<u>60 540 890 \$</u>	<u>1 616 201 \$</u>	<u>7 586 215 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>

6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu avec une banque américaine (le « cocontractant ») un contrat à terme de gré à gré afin d'obtenir une exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre et à un swap de taux d'intérêt. L'exposition cible au Fonds équivaut à 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2008 s'établissait à 146 % (145 % au 31 décembre 2007). Égale au montant de l'actif net de la Fiducie divisée par celui de l'actif net du Fonds, cette exposition est réalisée au moyen d'un effet de levier obtenu par l'intermédiaire du contrat à terme. La Fiducie a acquis le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille et l'a cédé en garantie au cocontractant. La Fiducie a convenu de céder au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires, à la date de liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du levier financier assumé par le cocontractant afin de fournir le rendement

du Fonds, et des coûts afférents au levier. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires. Le contrat à terme arrive à échéance le 30 juin 2009.

La valeur notionnelle du contrat à terme de gré à gré s'établissait 5 841 765 \$ US et à 35 545 959 \$ CA au 31 décembre 2008 (34 551 740 \$ US et 46 352 081 \$ CA au 31 décembre 2007). Pendant l'exercice terminée le 31 décembre 2008, le cocontractant a racheté 2 922 actions participatives du Fonds pour 33 176 430 \$ US) et il a versé 10 330 232 \$ CA à la Fiducie par suite d'une réduction de la valeur notionnelle du contrat à terme, en contrepartie d'un règlement partiel du portefeuille d'actions ordinaires.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et fait régulièrement l'objet d'un contrôle conformément aux normes de crédit établies par la société de gestion. Au 31 décembre 2008, la notation du cocontractant était de AA-. La Fiducie doit recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des conditions du contrat à terme, la Fiducie peut résilier le contrat si la notation du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

La Fiducie, du fait du contrat de swap de taux d'intérêt, s'expose aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 0,49 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

Le tableau suivant présente des données sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds et auquel la Fiducie est exposée à travers le contrat à terme. Les fonds multistratégie n'ont pas été répartis entre les fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2008			31 décembre 2007		
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste	1	1 774 637 \$	6 %	1	2 744 536 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	3	4 625 196	17 %	4	7 914 440	10 %
Arbitrage sur titres en difficulté	3	3 363 483	12 %	5	12 791 205	16 %
Arbitrage de produits de taux	3	2 222 721	8 %	3	5 387 185	7 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	995 490	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	3	3 296 758	12 %	4	9 305 743	12 %
Multi stratégie	6	5 501 011	20 %	6	17 072 702	21 %
Arbitrage de réassurance	2	1 236 228	4 %	2	4 407 933	6 %
Arbitrage statistique	4	3 779 595	14 %	6	10 854 126	14 %
Arbitrage sur financement structuré	3	1 954 532	7 %	6	8 039 314	10 %
	<u>28</u>	<u>27 754 161 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>38</u>	<u>79 512 674 \$</u>	<u>100 %</u>

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

Total de l'actif de chaque fonds de couverture (en millions de dollars US)	2008	2007
< 100	4	1
100 – 250	4	4
250 – 500	2	7
500 – 750	3	2
750 – 1 000	0	5
> 1 000	15	19
	<u>28</u>	<u>38</u>

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

<u>Années écoulées</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
< 3	1	3
3 – 6	8	18
6 – 9	10	10
9 – 12	4	3
12 – 15	3	3
> 15	2	1
	<u>28</u>	<u>38</u>

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

<u>Domiciliation</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u>
Îles Caïmans	24	33
Îles Vierges britanniques	2	2
Bermudes	2	2
Bahamas	0	1
	<u>28</u>	<u>38</u>

7. Frais de gestion, frais de conseil et autres frais

La Fiducie a retenu les services de la société de gestion aux termes d'une entente de gestion datée du 18 juin 2004. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement est inscrit au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi intitulée

U.S. Investment Advisers Act of 1940, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *U.S. Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Il est aussi membre de la National Futures Association des États-Unis.

La société de gestion est responsable de l'administration courante de la Fiducie, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, elle touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,15 % de la valeur liquidative de la Fiducie. Ces honoraires sont payés mensuellement, à terme échu.

Des frais de service correspondant à 0,30 % par an de la valeur liquidative de la Fiducie sont versés à la société de gestion. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ils sont reversés en partie aux courtiers en valeurs inscrits, en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ils sont comptabilisés mensuellement et calculés et versés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais liés au contrat à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et à 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens doivent être versés au cocontractant du contrat à terme; ces frais varient selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, sont payables par la Fiducie au cocontractant du contrat à terme et sont calculés et payés trimestriellement à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 6).

8. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière américaine (la « banque »). Cette facilité lui confère le droit d'emprunter des fonds en dollars canadiens n'excédant pas 10 % de la valeur de son actif net, à concurrence de 6 000 000 \$, afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges. Les intérêts et les commissions de non-utilisation sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont établis en fonction du taux préférentiel ou du taux des acceptations bancaires pour les fonds canadiens. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque.

L'emprunt bancaire a varié entre zéro et 1 000 000 \$ pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2008 (il avait varié entre zéro et 2 800 000 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est établi à 3,94 %.

Comme aucun emprunt bancaire n'était en cours au 31 décembre 2008, une variation des taux d'intérêt n'aurait pas d'incidence sur les versements d'intérêts par la Fiducie.

9. Distributions

La Fiducie verse aux porteurs de parts des distributions de 0,4375 \$ par part.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2008, la Fiducie a déclaré des distributions de 1,75 \$ par part, soit 4 221 481 \$ au total (1,75 \$ par part, soit 4 671 932 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2007).

10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2008, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes à la cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés tirés de ses placements, est versée ou à verser aux porteurs de parts chaque année civile, celle-ci n'a pas d'impôt à payer en vertu des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2008, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 2 187 511 \$ échéant à compter de 2025 (961 132 \$ au 31 décembre 2007) et d'aucun report de pertes en capital (aucun au 31 décembre 2007).

11. Rapprochement de la valeur liquidative et de l'actif net

Le tableau suivant présente un rapprochement entre la valeur liquidative publiée au 31 décembre 2008 et l'actif net calculé selon les PCGR.

	<u>Total</u>	<u>Par part</u>
Valeur liquidative publiée	27 864 584 \$	12,06 \$
Ajustement au titre du chapitre 3855	(80 242)	(0,09)
Actif net selon l'état de l'actif net	<u>27 784 342 \$</u>	<u>11,97 \$</u>

12. Indemnités

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

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

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

Forte de quatorze années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 7,9 G\$ CA, dont 2,8 G\$ US en fonds de couverture au 31 décembre 2008. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

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

Northwater agit aussi à titre de conseiller des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Market-Neutral Trust, créée en 1997, premier instrument de placement négocié en bourse au Canada investi dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre.
- Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus}, lancée en 2005.

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

Northwater 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*

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

CONSEILLERS JURIDIQUES

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

VÉRIFICATEURS

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

POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :

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

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

Symbol TSE : NYF.UN

Also available in English



