

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
Rapport semestriel
30 juin 2008
(non vérifié)





HISTORIQUE

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 le semestre terminé le 30 juin 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
Responsabilité de la direction	21
États financiers non vérifiés	22
Northwater Capital Management Inc.	42

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 30 juin 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 19,85 \$. Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, le rendement de la Fiducie, compte tenu des distributions s'établit à -2,63 %. Comparativement, l'indice DEX Universe Bond a enregistré un rendement de 2,21 % sur la même période, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 5,99 % et l'indice S&P 500 a perdu 11,91 % en dollars américains, soit une perte de 9,45 % en dollars canadiens. La Fiducie a versé des distributions de 0,875 \$ par part au cours de la période.

Tout au long du premier trimestre de 2008, le marché des fonds de couverture a dû faire face au risque systémique découlant de la crise du crédit. Plusieurs fonds, dans diverses stratégies, ont été touchés à mesure que la crise faisait tache d'huile, forçant les fonds et les banques à se départir de positions importantes ou à se couvrir « à tout prix » pour réduire leur effet de levier et leur risque. Le sauvetage de Bear Stearns en mars, orchestré par la Réserve fédérale, a suscité une certaine confiance sur les marchés et favorisé une hausse des rendements sur la plupart des stratégies de couverture au deuxième trimestre. Mais ces rendements n'ont pas suffi à ramener les fonds de couverture en territoire positif.

Le swap de taux d'intérêt fixe-variable a permis à la Fiducie d'améliorer son résultat, les taux des swaps ayant diminué de 80 points de base pendant le premier semestre.

Le portefeuille de fonds de couverture à stratégie neutre géré par Northwater Fund Management, Inc. (la « société de gestion »), auquel la Fiducie est exposée, a enregistré des résultats négatifs pendant le semestre terminé le 30 juin 2008. Quatre des neuf stratégies ont donné des rendements positifs, la plus forte contribution provenant de la stratégie d'arbitrage statistique, alors que celle-ci était la moins performante en 2007. La stratégie d'arbitrage de produits de taux a été la moins rentable, victime des pressions inflationnistes mondiales et des risques économiques.

Bien que la conjoncture actuelle soit défavorable à notre portefeuille, nous pensons que les dysfonctionnements créent des possibilités intéressantes en

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

valeur relative et nous nous attendons à ce que nos placements actuels bénéficieront de la normalisation des marchés. La société de gestion s'efforce constamment de recourir à des gestionnaires qui appliquent des stratégies neutres susceptibles de dégager des rendements élevés compte tenu du risque, conformément aux objectifs de placement.

Northwater continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Pendant le semestre terminé le 30 juin 2008, six fonds ont été éliminés en raison de la faiblesse de leur rendement ou d'une application inefficace de leur stratégie.



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



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

Le 8 août 2008

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

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 le semestre terminé le 30 juin 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, BCE 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 d'information, 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'ICCA*, « Instruments financiers – informations à fournir » (le « chapitre 3862 »), et le chapitre 3863, « Instruments financiers – présentation » (le « chapitre 3863 »), lesquels étoffent les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Les exigences des chapitres 3862 et 3863 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 ») s'établissent comme suit :

1. Distributions : verser aux porteurs de parts des distributions en espèces trimestrielles avantageuses sur le plan fiscal de 0,4375 \$ par part (1,75 \$ par année pour un rendement de 7 % sur le prix de souscription de 25,00 \$ la part);
2. Faible corrélation : veiller à ce que le rendement de la Fiducie ait constamment une faible corrélation par rapport aux principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe.
3. Faible volatilité : maintenir une faible volatilité, semblable à celle d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure à la moitié de la volatilité des principaux marchés des actions.
4. Remboursement de capital : remettre aux porteurs de parts au moins le prix de souscription initial de 25,00 \$ la part au plus tard le 30 juin 2009.

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 d'achat et 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 établi d'après 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 30 juin 2008 était de 137 % (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 élevé corrigé du risque. 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 pondéré 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 0,8 %.

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 conseiller en placement a élaboré un processus exclusif de sélection qui lui permet de se prononcer sur les choix de placements et de surveiller les fonds de couverture dans lesquels le portefeuille de fonds de couverture pourrait investir. Ce processus exclusif de sélection fait partie intégrante de la stratégie de création de valeur à long terme et il comprend les étapes suivantes :

- 1) L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies neutres appropriées et des gestionnaires qui les appliquent. Ces principes ont évolué et continuent d'évoluer à mesure que le conseiller en placement acquiert de l'expérience dans les fonds de couverture à stratégie neutre et dans la gestion de stratégies complexes sur instruments dérivés.

- 
- 2) L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de fonds de fonds à stratégie neutre et de stratégies sur instruments dérivés très complexes. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels à la gestion des fonds de fonds de couverture à stratégie neutre de haut niveau.
 - 3) Une recherche constante, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à stratégie neutre conformes aux principes de placement et aux critères du portefeuille de fonds de couverture quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
 - 4) Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies neutres conformes aux principes de placement et aux objectifs du portefeuille de fonds de couverture.
 - 5) L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur neutralité par rapport au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de constitution de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs.
 - 6) Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du secteur. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.
 - 7) La constitution d'un portefeuille modèle diversifié dans lequel sont représentées jusqu'à 14 stratégies neutres par rapport au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
 - 8) Un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend des entrevues menées sur place par des professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et les

activités, un examen juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds au portefeuille de fonds de couverture. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, de multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et un examen mensuel de la place du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller en placement.

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

Risques

Les tableaux qui suivent présentent de l'information sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et sur son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 30 juin 2008 et 2007 ainsi que pour les semestres terminés à ces dates, selon les critères que le gérant juge pertinents.

<u>Statistiques de la Fiducie</u>	<u>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2008</u>	<u>Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2007</u>
Nombre de rendements mensuels positifs	33	29
Nombre de rendements mensuels négatifs . . .	15	7
Pourcentage des mois négatifs	31,3 %	19,4 %
Rendement moyen des mois négatifs	(1,12) %	(0,68) %
Rendement mensuel le plus bas	(4,29) %	(1,56) %



Statistiques des fonds de couverture	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	15	30
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	17	2
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	8,54 %	3,93 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²⁾	0,24 %	0,10 %

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture du Fonds au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois terminés les 30 juin 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.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque de la Fiducie n'a été effectuée au cours de la période terminée le 30 juin 2008. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, la Fiducie a affiché un rendement de -2,63 % (4,69 % pour le semestre terminé le 30 juin 2007), compte tenu des distributions effectuées au cours de la période. Les distributions de l'exercice ont totalisé 2 164 138 \$, soit 0,875 \$ par part.

Le swap de taux d'intérêt a eu une incidence positive sur le rendement du Fonds pour le semestre terminé le 30 juin 2008 (incidence négative pour le semestre terminé le 30 juin 2007). La valeur de marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a augmenté de 327 815 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2008 (diminution de 792 543 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2007).

La Fiducie a racheté 126 800 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation pendant le semestre terminé le 30 juin 2008 (140 300 parts rachetées pour le semestre terminé le 30 juin 2007). Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,40 % (0,31 % pour le semestre terminé le 30 juin 2007).

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 de placement. 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 la période, le Fonds a demandé le rachat de ses parts sur six fonds de couverture, soit trois fonds d'arbitrage de financement structuré, un fonds d'arbitrage sur fusions-acquisitions, un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté et un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances mobilières; pendant le semestre terminé le 30 juin 2007, le Fonds avait investi dans deux nouveaux fonds de couverture et avait demandé le rachat de ses parts sur six fonds.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007.

Stratégie	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Activiste	(9,40) %	10,49 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5,36 %	7,86 %
Arbitrage sur titres en difficulté	(2,46) %	9,34 %
Arbitrage de produits de taux	(12,00) %	2,73 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	(4,70) %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	(2,06) %	6,16 %
Multistratégie	1,57 %	9,14 %
Arbitrage de réassurance	2,16 %	6,06 %
Arbitrage statistique	6,03 %	6,77 %
Arbitrage sur financement structuré	(3,67) %	5,55 %

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

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 été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	30 juin 2008		31 décembre 2007			
	Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)		Nbre de fonds	Juste valeur (en \$ US)	
Activiste	1	2 486 517 \$	4 %	1	2 744 536 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	3	7 362 028	12 %	4	7 914 440	10 %
Arbitrage sur titres en difficulté	4	8 654 463	14 %	5	12 791 205	16 %
Arbitrage de produits de taux	3	4 740 970	8 %	3	5 387 185	7 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions ...	—	—	—	1	995 490	1 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	5 729 427	9 %	4	9 305 743	12 %
Multistratégie	6	16 358 327	27 %	6	17 072 702	21 %
Arbitrage de réassurance	2	3 820 334	6 %	2	4 407 933	6 %
Arbitrage statistique	6	8 720 698	14 %	6	10 854 126	14 %
Arbitrage sur financement structuré	3	3 584 965	6 %	6	8 039 314	10 %
	32	61 457 729 \$	100 %	38	79 512 674 \$	100 %

Le tableau qui suit indique, par stratégie de gestion de fonds de couverture du Fonds, le placement le plus important en pourcentage de la valeur liquidative aux fins des opérations de la Fiducie au 30 juin 2008 et au 31 décembre 2007.

<u>Stratégie</u>	<u>30 juin 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
Activiste	5,20 %	4,95 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	7,25 %	6,17 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5,77 %	6,71 %
Arbitrage de produits de taux	5,09 %	4,47 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	1,80 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,69 %	4,99 %
Multistratégie	7,84 %	6,85 %
Arbitrage de réassurance	5,76 %	6,09 %
Arbitrage statistique	6,44 %	8,02 %
Arbitrage sur financement structuré	3,44 %	3,24 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture auxquels la Fiducie était exposée à travers le contrat à terme au 30 juin 2008. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de sa valeur liquidative à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières du Fonds.

25 principaux placements	Type de placement	Coût (en \$ US)	Juste valeur (en \$ US)	Juste valeur en % de l'actif net
D.E. Shaw Composite International Fund*	Actions participatives	2 170 214 \$	3 746 686 \$	7,84 %
Citadel Kensington Global Strategies Fund Ltd.*	Actions participatives	2 000 000	3 740 002	7,83 %
Mariner-Tricadia Credit Strategies, Ltd.*	Actions participatives	1 610 068	3 463 377	7,25 %
Oxam Quant Fund Limited*	Actions participatives	2 655 729	3 078 543	6,44 %
CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.*	Actions participatives	2 108 932	3 044 055	6,37 %
Cerberus International, Ltd.*	Actions participatives	1 589 887	2 757 696	5,77 %
Palmetto Fund, Ltd.*	Actions participatives	2 125 280	2 753 772	5,76 %
Sorin Offshore Fund, Ltd.*	Actions participatives	1 800 000	2 719 076	5,69 %
Plainfield Special Situation Offshore Feeder Fund*	Actions participatives	2 428 761	2 553 145	5,34 %
Shephard Investments International Ltd.*	Actions participatives	1 900 000	2 510 591	5,25 %
Icahn Fund Ltd*	Actions participatives	2 000 000	2 486 517	5,20 %
Platinum Grove Contingent capital Offshore Fund, Ltd*	Actions participatives	2 400 000	2 432 722	5,09 %
HBK Offshore Fund Ltd.*	Actions participatives	2 167 528	2 429 932	5,08 %
Fonds 146*	Actions participatives	1 637 299	2 239 421	4,69 %
Fonds 101*	Actions participatives	1 631 978	2 141 069	4,48 %
Fonds 216*	Actions participatives	2 000 000	2 092 764	4,38 %
Fonds 103*	Actions participatives	2 400 000	1 975 124	4,13 %
Fonds 211*	Actions participatives	2 000 000	1 820 761	3,81 %
Fonds 116*	Actions participatives	1 037 865	1 691 695	3,54 %
Fonds 108*	Actions participatives	1 400 000	1 644 891	3,44 %
Fonds 140*	Actions participatives	1 588 983	1 456 714	3,05 %
Fonds 212*	Actions participatives	1 000 000	1 202 553	2,52 %
Fonds 195*	Actions participatives	800 000	1 066 562	2,23 %
Fonds 187*	Actions participatives	700 000	1 061 941	2,22 %
Fonds 226*	Actions participatives	1 000 000	1 045 845	2,19 %

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

Au 30 juin 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>
Celestica Inc	Actions ordinaires	4,97 %
Groupe CGI Inc.	Actions ordinaires	7,67 %
Duvernay Oil Corporation	Actions ordinaires	9,80 %
FNX Mining Inc.	Actions ordinaires	5,32 %
Galleon Energy Inc.	Actions ordinaires	8,15 %
Gildan Activewear Inc.	Actions ordinaires	5,84 %
Great Canadian Gaming Corp.	Actions ordinaires	4,74 %
Hudbay Minerals	Actions ordinaires	3,85 %
Macdonald Dettwiler and Assoc.	Actions ordinaires	6,31 %
Major Drilling Group Intl.	Actions ordinaires	7,08 %
Martinrea International Inc.	Actions ordinaires	5,32 %
Nortel Networks Corp.	Actions ordinaires	1,41 %
Quadra mining Ltd.	Actions ordinaires	7,43 %
Research In Motion Ltd	Actions ordinaires	20,36 %
RONA Inc	Actions ordinaires	3,98 %
Stantec Inc	Actions ordinaires	5,08 %
Tristar Oil and Gas	Actions ordinaires	9,73 %
Westjet	Actions ordinaires	4,89 %

- 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 elle 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 le semestre terminé le 30 juin 2008, les exercices terminés les 31 décembre 2007, 2006 et 2005 et la période du 30 juin au 31 décembre 2004.

Valeur liquidative par part de la Fiducie¹⁾

	Semestre terminé le 30 juin	Exercices terminés les 31 décembre			Période du 30 juin au 31 décembre
	2008	2007	2006	2005	2004
Valeur liquidative au début de la période	21,24 \$	22,98 \$	22,47 \$	23,89 \$	23,75 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :					
Total des revenus	0,01	0,02	0,01	—	0,05
Total des charges	(0,22)	(0,41)	(0,41)	(0,46)	(0,22)
Gains réalisés (pertes) pour la période	5,79	3,06	1,25	0,52	—
Gains non réalisés (pertes) pour la période	(6,22)	(2,76)	1,29	0,24	1,52
Augmentation (diminution) totale liée aux activités²⁾	(0,65)	(0,09)	2,14	0,30	1,36
Distributions :					
Revenu de placement (hors dividendes)	—	—	—	—	—
Gains en capital	—	—	—	—	—
Remboursement de capital	0,8750	1,75	1,75	1,75	0,875
Distributions annuelles totales ³⁾	0,8750	1,75	1,75	1,75	0,875
Valeur liquidative à la fin de la période ⁴⁾	19,82 \$	21,24 \$	23,07 \$	22,47 \$	23,89 \$

- 1) Ces données sont tirées des états financiers de la Fiducie. La valeur liquidative par 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.
- 2) La valeur liquidative 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.
- 3) Les distributions ont été versées en numéraire. La nature des distributions pour le semestre terminé le 30 juin 2008 sera déterminée à la fin de la période.
- 4) Le tableau sur la valeur liquidative par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir une continuité entre la valeur liquidative par part au début de la période et la valeur liquidative par part à la fin de la période.

Ratios et données supplémentaires

	Semestre terminé le 30 juin				
	2008	2007	2006	2005	2004
Valeur liquidative (en milliers de dollars) ¹⁾	48 483 \$	54 715 \$	65 587 \$	70 702 \$	77 173 \$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	2 442 000	2 568 800	2 843 300	3 146 200	3 230 000
Ratio des frais de gestion ²⁾	9,06 %	8,72 %	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	9,06 %	8,72 %	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	46,16 %	9,49 %	10,61 %	62,33 %	0,00 %
Ratio des frais d'opérations ⁴⁾	0,02 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,02 %
Cours de clôture à la fin de la période	17,41 \$	19,50 \$	20,56 \$	20,50 \$	26,40 \$

- 1) Données arrêtees au 30 juin 2008 et au 31 décembre des exercices indiqués.
- 2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion 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 5,54 % pour le semestre terminé le 30 juin 2008 et 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 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.
- 3) 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.
- 4) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Rendements passés

Information d'ordre général

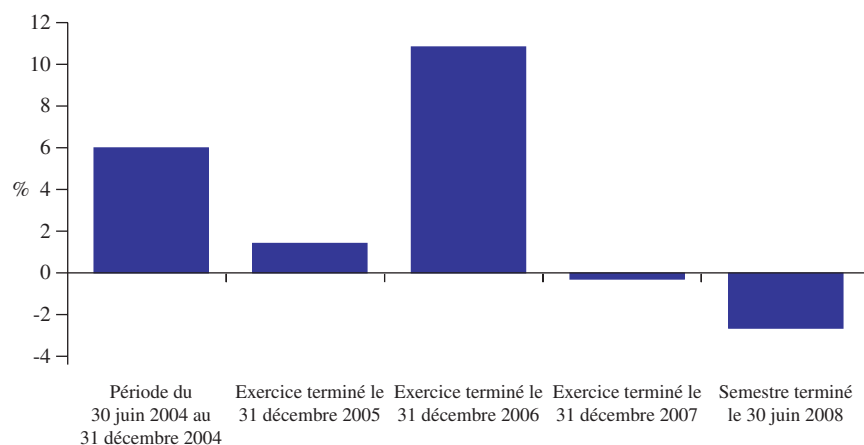
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

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

Rendements annuels

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

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



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 qui correspondent à 0,30 % par an de la valeur liquidative. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. À même ces frais de service, la société de gestion paie aux courtiers en valeurs inscrits des honoraires pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte. Ces honoraires sont 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.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 39 803 \$ et à 78 380 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2008 s'établissaient à 19 391 \$ et à 36 481 \$, respectivement. (Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2007 s'établissaient à 51 011 \$ et à 101 553 \$, 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 du semestre terminé le 30 juin 2008, la valeur liquidative par part de la Fiducie a varié entre 19,85 \$ et 21,15 \$, compte tenu des distributions (entre 23,17 \$ et 23,65 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2007).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant le semestre terminé le 30 juin 2008, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 16,75 \$ et 19,89 \$ (entre 20,65 \$ et 23,00 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2007).

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, des distributions totalisant 0,875 \$ par part, soit 2 164 138 \$ au total, ont été déclarées (0,875 \$ par part, soit 2 395 444 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 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 le semestre terminé le 30 juin 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	À déterminer	0,4375
30 juin 2008	15 juillet 2008	À déterminer	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 allant du 30 août 2007 au 29 août 2008. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pendant le semestre terminé le 30 juin 2008, la Fiducie a racheté 126 800 parts pour un coût total de 2 409 020 \$ (140 300 parts pour le semestre terminé le 30 juin 2007) aux fins d'annulation en vertu de ce programme.

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

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 celle-ci. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport annuel incombe à la société de gestion.

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



SHAUNA CASSIDY, CFA
Vice-présidente

Northwater Fund Management Inc.

Le 8 août 2008



MARK STEFFLER, CA
Vice-président

Northwater Fund Management Inc.

ÉTATS DE L'ACTIF NET

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net (non vérifiés)

	<u>30 juin 2008</u>	<u>31 décembre 2007</u>
Actif		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 2 924 561 \$ en 2008; 1 572 156 \$ en 2007)	2 930 255 \$	1 571 991 \$
Actions ordinaires, à la juste valeur (coût : 61 300 287 \$ en 2008; 53 455 776 \$ en 2007)	59 006 835	73 304 362
	<u>61 937 090</u>	<u>74 876 353</u>
Passif		
Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 6)	12 393 775	19 072 251
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	14 423	29 869
Frais de service à payer (note 7)	36 481	44 408
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 7)	19 391	22 202
Honoraires du comité consultatif à payer	12 897	12 897
Distribution à payer (note 9)	1 068 375	1 123 850
	<u>13 545 342</u>	<u>20 305 477</u>
Actif net	<u>48 391 748 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 5)		
Capital social	57 552 495 \$	60 540 890 \$
Surplus d'apport	2 195 576	1 616 201
Déficit	(11 356 323)	(7 586 215)
Total	<u>48 391 748 \$</u>	<u>54 570 876 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 5)	<u>2 442 000</u>	<u>2 568 800</u>
Valeur liquidative par part	<u>19,82 \$</u>	<u>21,24 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Northwater Capital Management Inc.

Par : 

Par : 

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.

ÉTATS DES RÉSULTATS

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats (non vérifiés)

	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Revenu de placement		
Intérêts	15 306 \$	13 161 \$
	<u>15 306</u>	<u>13 161</u>
Charges		
Frais de service (note 7)	78 380 \$	101 553 \$
Frais de financement du contrat à terme (note 7)	277 811	311 271
Frais de gestion (note 7)	39 803	51 011
Honoraires de vérification	42 213	38 390
Honoraires du comité consultatif	10 810	3 694
Droits de garde	6 515	10 034
Frais juridiques	13 973	10 222
Frais d'information aux porteurs de titres	62 196	55 203
Intérêts et commissions de garantie (note 8)	13 097	5 520
Coûts de transactions	7 886	2 053
	<u>552 684</u>	<u>588 951</u>
Perte nette de placement	<u>(537 378)</u>	<u>(575 790)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net (perte) réalisé sur :		
Actions ordinaires	14 394 970	4 508 087
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Actions ordinaires	(22 142 038)	4 305 832
Contrat à terme (note 6)	6 678 476	(5 491 693)
	<u>(1 068 592)</u>	<u>3 322 226</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements pour la période	<u>(1 068 592)</u>	<u>3 322 226</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	<u>(1 605 970)</u>	<u>2 746 436</u>
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités, par part pour la période*	<u>(0,65)</u>	<u>1,00</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de la période (2 486 943 en 2008; 2 737 650 en 2007).

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.

ÉTATS DE L'ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

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

	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Actif net au début de la période	54 570 876 \$	65 068 109 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période	(1 605 970)	2 746 436
Opérations sur parts (note 5)		
Parts rachetées pour annulation	(2 409 020)	(3 056 935)
	(2 409 020)	(3 056 935)
Distributions aux porteurs de parts (note 9)		
Distributions	(2 164 138)	(2 395 444)
Actif net à la fin de la période	<u>48 391 748 \$</u>	<u>62 621 877 \$</u>

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.

ÉTATS DES FLUX DE TRÉSORERIE

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie (non vérifiés)

	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités	(1 605 970) \$	2 746 436 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée des placements en actions ordinaires	22 142 038	(4 305 832)
Variation de la (plus-value) moins-value non réalisée des contrats de change à terme	(6 678 476)	5 491 693
(Gain) réalisé sur les actions ordinaires	(14 394 970)	(4 508 087)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	(26 184)	(16 720)
Achat d'actions ordinaires	(30 309 734)	(11 603 581)
Produit de la vente d'actions ordinaires	36 860 193	21 051 433
	<u>5 986 897</u>	<u>8 855 342</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Rachat de parts de la Fiducie	(2 409 020)	(3 056 935)
Distribution versée aux porteurs de parts de la Fiducie	(2 219 613)	(2 456 825)
	<u>(4 628 633)</u>	<u>(5 513 760)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	<u>1 358 264</u>	<u>3 341 582</u>
Trésorerie et placements à court terme au début de la période	<u>1 571 991</u>	<u>1 211 636</u>
Trésorerie et placements à court terme à la fin de la période	<u>2 930 255</u> \$	<u>4 553 218</u> \$
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	13 097 \$	5 520 \$

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.

ÉTAT DU PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements (non vérifié)
30 juin 2008

	<u>Notation</u>	<u>Date d'échéance</u>	<u>Nbre de d'actions/ valeur nominale</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Juste valeur en % de l'actif net</u>
Portefeuille d'actions ordinaires						
Celestica Inc			280 445	2 810 059	2 406 218	4,97 %
Groupe CGI Inc.			365 511	3 614 904	3 709 937	7,67 %
Duvernay Oil Corporation ...			76 185	4 852 985	4 742 516	9,80 %
FNX Mining Inc.			106 725	3 550 741	2 572 073	5,32 %
Galleon Energy Inc.			191 479	3 117 278	3 942 553	8,15 %
Gildan Activewear Inc.			108 872	3 750 640	2 827 406	5,84 %
Great Canadian Gaming Corp.			253 026	3 117 268	2 294 946	4,74 %
Hudbay Minerals			131 851	3 550 747	1 864 373	3,85 %
Macdonald Dettwiler and Assoc.			80 791	3 550 764	3 054 708	6,31 %
Major Drilling Group Intl. ...			68 568	3 750 670	3 428 400	7,08 %
Martinrea International Inc.			423 433	2 697 268	2 574 473	5,32 %
Nortel Networks Corp			81 661	3 681 361	680 236	1,41 %
Quadra Mining Ltd.			169 602	3 117 285	3 597 258	7,43 %
Research In Motion Ltd			82 657	2 423 407	9 852 714	20,36 %
RONA Inc			157 366	2 340 464	1 927 734	3,98 %
Stantec Inc.			93 862	2 970 732	2 458 246	5,08 %
Tristar Oil and Gas			228 482	4 852 958	4 709 014	9,73 %
Westjet			188 369	3 550 756	2 364 030	4,89 %
Portefeuille d'actions ordinaires				<u>61 300 287</u>	<u>59 006 835</u>	<u>121,93 %</u>
Trésorerie				81 795	81 795	0,17 %
Acceptations bancaires*						
Banque de						
Nouvelle-Écosse	A-1+	7 juillet 2008	2 400 000	2 393 688	2 398 536	4,96 %
Banque Royale du Canada ...	A-1+	2 juillet 2008	450 000	449 078	449 924	0,93 %
Trésorerie et placements à court terme				<u>2 924 561 \$</u>	<u>2 930 255 \$</u>	<u>6,06 %</u>
Total des placements ...					<u>61 937 090</u>	<u>127,99 %</u>
Autres éléments d'actif net					<u>(13 545 342)</u>	<u>(27,99) %</u>
Actif net et capitaux propres					<u>48 391 748 \$</u>	<u>100,00 %</u>

* Notation de Standard and Poor's au 30 juin 2008.

Les notes ci-jointes font partie intégrante de ces états financiers.

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers (non vérifiées)
Semestres terminés les 30 juin 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 étoffent les exigences en matière de présentation et d'informations à fournir concernant les instruments financiers.

Les exigences des chapitres 3862 et 3863 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 les placements. La valeur du contrat à terme est fonction de l'évolution de la valorisation de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited, appelé le « Fonds », qui est placé, pour l'essentiel, dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, et de la variation de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite 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.

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. Les gains et les pertes de change non réalisés découlant de la conversion sont constatés dans les frais de change.

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) Coûts de transactions

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

3. Risques liés aux instruments financiers

Les activités de placement de la Fiducie peuvent l'exposer à divers risques financiers, notamment le risque de fluctuation des cours du 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.

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 cherche à atténuer le risque de marché par la diversification entre des placements dans des fonds de couverture dont les rendements sont peu corrélés aux marchés. Il suit en outre 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. 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.

Les tableaux qui suivent présentent de l'information sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et sur son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 30 juin 2008 et 2007 ainsi que pour les semestres terminés à ces dates, selon les critères que le gérant juge pertinents.

Statistiques de la Fiducie	Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2008	Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2007
	Nombre de rendements mensuels positifs	33
Nombre de rendements mensuels négatifs . . .	15	7
Pourcentage des mois négatifs	31,3 %	19,4 %
Rendement moyen des mois négatifs	(1,12) %	(0,68) %
Rendement mensuel le plus bas	(4,29) %	(1,56) %

Statistiques des fonds de couverture	Semestres terminés les 30 juin	
	2008	2007
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	15	30
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	17	2
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	8,54 %	3,93 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²⁾	0,24 %	0,10 %

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture du Fonds au 30 juin 2008 et au 30 juin 2007.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois terminés les 30 juin 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.

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 30 juin 2008. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant.

Le tableau ci-après présente l'écart-type des rendements des fonds de couverture détenus par la Fiducie, par stratégie. Il indique également l'incidence d'une variation équivalente des rendements sur la valeur liquidative du Fonds.

Stratégie	Écart type*	
	(%)	(\$ US)
Activiste	11,07 %	275 257
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2,72 %	200 247
Arbitrage sur titres en difficulté	4,41 %	381 662
Arbitrage de produits de taux	12,89 %	611 111
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,37 %	307 670
Multistratégie	4,50 %	736 125
Arbitrage sur réassurance	2,38 %	90 924
Arbitrage de financement structuré	4,69 %	168 135
Arbitrage statistique	12,12 %	1 056 949

* Calculé sur les 24 derniers mois pour les fonds de couverture inscrits au portefeuille au 30 juin 2008.

Risque de change

Le risque de change découle des instruments financiers libellés dans une monnaie autre que le dollar américain, 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. Elle gère ce risque au moyens de contrats à terme sur devises.

Risque d'illiquidité

Le risque d'illiquidité s'entend du risque que la Fiducie ne soit pas en mesure de satisfaire aux obligations associées à ses passifs financiers, notamment 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. Elle est également exposée, à travers le contrat à terme, à des fonds de couverture pour lesquels il n'existe pas de marché secondaire actif. Ces placements sont considérés comme illiquides. Le Fonds est par ailleurs assujéti à des restrictions concernant les rachats de parts sur chacun des fonds de couverture de son portefeuille, ces rachats étant généralement mensuels, trimestriels, semestriels ou annuels. Les préavis de rachat varient de 30 à 180 jours. Dans certains cas, les rachats peuvent être assujéti à des périodes de blocage, à des limitations, à des suspensions et à des restrictions visant les placements illiquides 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.

Risque de crédit

La Fiducie investit dans des titres de créance des secteurs public et privé et elle est exposée à des fonds de couverture par le biais d'un contrat à terme. Ces instruments financiers comportent le risque que le cocontractant ne puisse pas satisfaire à ses obligations au titre de ces instruments financiers

Les institutions financières qui agissent à titre de cocontractants représentent aussi un risque de crédit pour la Fiducie relativement à la trésorerie. Pour évaluer le risque de crédit, la société de gestion doit souvent se fonder sur les renseignements fournis par le cocontractant ou par une agence de notation, lesquels peuvent être très imprécis. Au 30 juin 2008, la notation du cocontractant était la suivante :


<u>Instrument :</u>	<u>Notation*</u>
Trésorerie	A-1+
Facilité de crédit	AA-
Contrat à terme	A-1+

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.

Le risque de crédit lié aux placements dans les fonds de couverture est atténué par un processus de contrôle préalable 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. Les instruments financiers qui peuvent exposer la Fiducie au risque de taux d'intérêt sont les titres à revenu fixe à court terme. La duration effective, mesure du risque de taux d'intérêt couramment utilisée, exprimée en années, indique à quel degré un titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Elle tient compte du taux de rendement du titre, du taux du coupon, de l'échéance finale, des caractéristiques de remboursement par anticipation et des autres options intégrées. La duration effective d'un titre indique la variation approximative de la juste valeur à laquelle on peut



s'attendre lorsque les taux d'intérêt varient de 1 %. Plus la durée est longue, plus le titre est sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. La sensibilité de la Fiducie aux fluctuations des taux d'intérêt est minime, les titres à revenu fixe étant en général à court terme et détenus jusqu'à l'échéance.

4. Swap de taux d'intérêt

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 0,8 %.

Le cocontractant des swaps a une notation de AA. La qualité du crédit 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 57 500 000 \$ CA au 30 juin 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 comprend un nombre illimité de parts non rachetables. 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. 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, aux fins d'annulation, 126 800 parts, pour un total de 2 409 020 \$, au cours du semestre terminé le 30 juin 2008 (140 300 parts pendant le semestre terminé le 30 juin 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 semestres terminés les 30 juin 2008 et 2007 :

Semestre terminé le 30 juin 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 la période	—	—	—	(1 605 970)	(1 605 970)
Parts annulées au cours de la période	(126 800)	(2 988 395)	579 375*	—	(2 409 020)
Distributions	—	—	—	(2 164 138)	(2 164 138)
Solde au 30 juin 2008	<u>2 442 000</u>	<u>57 552 495</u>	<u>2 195 576</u>	<u>(11 356 323)</u>	<u>48 391 748</u>
Semestre terminé le 30 juin 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	—	—	—	2 746 436	2 746 436
Parts annulées au cours de la période	(140 300)	(3 306 557)	249 622*	—	(3 056 935)
Distributions	—	—	—	(2 395 444)	(2 395 444)
Solde au 30 juin 2007 . . .	<u>2 703 000</u>	<u>63 703 686</u>	<u>1 251 039</u>	<u>(2 332 848)</u>	<u>62 621 877</u>

* Représente l'excédent de la valeur comptable sur le coût des parts rachetées.

6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») afin d'obtenir une exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») et à un swap de taux d'intérêt, détenu par un fonds sous-jacent, grâce au rendement du Fonds, société exonérée établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture équivaut à 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2008 s'établissait à 137 % (145 % au 31 décembre 2007). 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 s'établissait à 25 854 207 \$ US et à 38 708 688 \$ CA au 30 juin 2008 (34 551 740 \$ US et \$ 46 352 081 \$ CA au 31 décembre 2007). Pendant la période terminée le 30 juin 2008, le cocontractant a racheté 1 020 actions participatives du Fonds pour 12 776 399 \$ US et il a versé 6 550 459 \$ 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 30 juin 2008, la notation du cocontractant était AA. La Fiducie pourrait 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 0,8 %. 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 été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	30 juin 2008		31 décembre 2007			
	Nbre de fonds	Juste valeur (en USD)	Nbre de fonds	Juste valeur (en USD)		
Activiste	1	2 486 517 \$	4 %	1	2 744 536 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	3	7 362 028	12 %	4	7 914 440	10 %
Arbitrage sur titres en difficulté	4	8 654 463	14 %	5	12 791 205	16 %
Arbitrage de produits de taux	3	4 740 970	8 %	3	5 387 185	7 %
Arbitrage sur fusions-acquisitions	—	—	—	1	995 490	1
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	5 729 427	9 %	4	9 305 743	12 %
Multistratégie	6	16 358 327	27 %	6	17 072 702	21 %
Arbitrage de réassurance	2	3 820 334	6 %	2	4 407 933	6 %
Arbitrage statistique	6	8 720 698	14 %	6	10 854 126	14 %
Arbitrage sur financement structuré ..	3	3 584 965	6 %	6	8 039 314	10 %
	32	61 457 729 \$	100 %	38	79 512 674 \$	100 %

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 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	1	4
100-250	5	6
250-500	4	8
500-750	3	3
750-1000	4	4
> 1000	15	11
	<u>32</u>	<u>36</u>

Le tableau suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 2008 et 2007. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.


Années écoulées	2008	2007
< 3	2	9
3 - 6	11	13
6 - 9	11	8
9 - 12	3	3
12 - 15	3	2
> 15	2	1
	<u>32</u>	<u>36</u>

Le graphique ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds par domiciliation aux 30 juin 2008 et 2007.

Domiciliation	2008	2007
Îles Caïmans	28	30
Îles Vierges britanniques	2	2
Bermudes	2	3
Bahamas	0	1
	<u>32</u>	<u>36</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 enregistré 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 enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi intitulée *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. 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 calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils 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 l'actif net de la Fiducie, 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 des 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 le semestre terminé le 30 juin 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 le semestre s'est établi à 3,94 %.

9. Distributions

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

Pour le semestre terminé le 30 juin 2008, des distributions totalisant 0,875 \$ par part, soit 2 164 138 \$ au total, ont été déclarées par la Fiducie (0,875 \$ par part, soit \$2 395 444 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2007).

10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2007, 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 2007, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 961 132 \$ échéant à compter de 2027 (2 980 583 \$ au 31 décembre 2006) et d'aucun report de pertes en capital (aucun au 31 décembre 2006).

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

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont accordé aux fonds communs de placement une dispense provisoire d'un an, jusqu'au 30 septembre 2008, en ce qui concerne l'application du chapitre 3855 relativement au calcul et à la présentation de la valeur liquidative aux fins des opérations (la « valeur liquidative déclarée »). L'objectif était de permettre un examen plus approfondi du bien-fondé de ces nouvelles directives pour le calcul de la valeur liquidative déclarée. Selon l'issue de cet examen, la méthode de calcul de la valeur liquidative déclarée selon le chapitre 3855 pourrait entraîner un changement dans la valeur liquidative des fonds communs de placement.

Par suite de la décision des autorités canadiennes en valeurs mobilières, un rapprochement de la valeur liquidative déclarée et de la valeur d'actif net calculée selon le chapitre 3855 doit être présenté dans les notes afférentes aux états financiers de la Fiducie.


Le tableau suivant présente un rapprochement entre la valeur liquidative déclarée au 30 juin 2008 et l'actif net calculé selon le chapitre 3855.

	<u>Valeur liquidative</u>	<u>Valeur liquidative par part</u>
Valeur liquidative déclarée	48 483 274 \$	19,86 \$
Ajustement au titre du chapitre 3855	<u>(91 526)</u>	<u>(0,04)</u>
Actif net selon l'état de l'actif net	<u>48 391 748 \$</u>	<u>19,82 \$</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, entre autres, les indemnités suivantes :

- 1) En priorité devant tout droit de la société de gestion ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que la société de gestion, relativement à toute obligation et à tous frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit.
- 2) Une indemnité payable à l'agent des transferts pour la totalité ou une partie des actions et des poursuites entamées pour cause de pertes, de dommages, de frais, de charges, d'honoraires de conseil, de paiements, de dépenses et de passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie.
- 3) Une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, dommage, perte, action et procédure de toute sorte découlant du fait qu'il détient le portefeuille d'actions ordinaires.
- 4) Une indemnité payable au dépositaire et à ses sociétés affiliées, filiales et mandataires et à leurs administrateurs, dirigeants et employés pour tous les frais juridiques, jugements rendus et montants de règlement versés, découlant réellement et raisonnablement des services de garde et de sous-garde offerts.
- 5) L'indemnité n'est toutefois pas exigible dans les cas de manque de diligence appropriée; une indemnité payable au fiduciaire, à la société de gestion, à une société affiliée du fiduciaire ou de la société de gestion ou du porteur de parts pour toutes les charges subies raisonnablement relativement à toute action, poursuite ou procédure à laquelle le fiduciaire, la société de gestion, la société affiliée du fiduciaire ou de la société de gestion ou du porteur de parts peut être partie du fait d'être indemnisé ou de l'avoir été.

- 
- 6) Une indemnité payable à la banque et à ses dirigeants, administrateurs, employés et mandataires relativement aux coûts et charges ou à toute réclamation ou perte résultant de i) la préparation, l'exécution et la livraison de documents sur la préservation des droits et sur le refinancement, la renégociation ou la restructuration des emprunts et des modifications s'y rapportant, et de formulaires d'autorisation ou de consentement; ii) tout conseil du conseiller quant aux droits et aux devoirs de la banque relativement à l'administration de la facilité de crédit; iii) le manquement de la Fiducie à l'égard de tout document de prêt; iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signé et à l'acquittement de ses obligations.
 - 7) Une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fausse ou trompeuse faite par la Fiducie ou à toute défaillance volontaire causée par celle-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs de la Fiducie et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les vérificateurs de la Fiducie concernant les services offerts à la Fiducie par ses vérificateurs, sauf si une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs de la Fiducie.

Par le passé, aucun paiement n'a été effectué au titre de ces indemnités. La Fiducie estime que le passif actuel à ce titre est nul. Les conventions d'indemnisation conclues par la Fiducie peuvent avoir une durée illimitée. La Fiducie n'est pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée aux indemnités, étant donné que les conventions ne précisent pas de montant maximal et que les montants qui peuvent être exigibles dépendent d'éventualités futures dont il n'est pas possible, à l'heure actuelle, de déterminer la nature ni la probabilité.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

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

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère; celui-ci atteignait environ 14,0 G \$ CA, dont 4,5 G \$ US en fonds de couverture au 30 juin 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 de portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

Northwater prodigue des conseils à des clients institutionnels au Canada, aux États-Unis, en Australie et 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 Capital Management Inc.
Suite 4700, BCE Place
181 Bay Street, P.O. Box 794
Toronto, Ontario M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

CONSEILLERS JURIDIQUES

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

VÉRIFICATEURS

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



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

Mohamed Khaki ou Stephen Foote
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



