

NORTHWATER

Northwater Market-Neutral Trust
Rapport annuel
31 décembre 2003





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller aux porteurs de parts	2
Analyse par la direction	4
Responsabilité de la direction	13
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	15
Northwater Capital Management Inc.	30

Message du conseiller aux porteurs de parts

Le Northwater Market-Neutral Trust (le « Fonds ») est un fonds de placement à capital fixe détenant un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture peu sensibles au marché. Les parts du Fonds sont inscrites à la cote de la Bourse de Toronto. Au 31 décembre 2003, la valeur liquidative par part du Fonds s'établissait à 15,81 \$. Pendant le quatrième trimestre, cette valeur a augmenté de 2,09 %. Pour l'exercice, compte tenu des distributions totalisant 5,08 \$ par part, la valeur liquidative par part s'est élevée de 10,00 %.

L'exercice 2003 a été marqué par une reprise des marchés boursiers, jusqu'alors baissiers. L'indice S&P 500 a ainsi progressé de plus de 28 %. L'éventualité d'une invasion américaine en Irak au cours du premier trimestre a causé la faiblesse des deux premiers mois, mais le marché s'est ressaisi à mesure que se dissipait l'incertitude liée à la situation. Les données fondamentales de l'économie se sont améliorées au cours de l'exercice, même si la reprise n'a pratiquement pas été créatrice d'emplois jusqu'à maintenant. En effet, le taux de chômage aux États-Unis a atteint en juin 6,4 %, soit son niveau le plus élevé en neuf ans. La Réserve fédérale américaine a réagi à la menace de déflation et à la faiblesse de l'emploi en réduisant d'un quart de point les taux d'intérêt qui, en juin, s'établissaient à 1,00 %. Toujours en vue de stimuler l'économie, les États-Unis ont assoupli leur politique préconisant un dollar fort, ce qui a entraîné la chute de la devise américaine à son niveau le plus bas depuis nombre d'années par rapport à plusieurs devises, le tout, malgré la progression du marché et l'amélioration des données fondamentales de l'économie.

Northwater a continué de modifier la composition du portefeuille du Fonds de façon à tirer parti de l'évolution de la conjoncture. Au cours de l'exercice, douze nouveaux fonds ont été ajoutés au portefeuille, et onze en ont été retirés. Ces changements ont été apportés pour réduire la volatilité des résultats du Fonds, quelle que soit l'humeur générale des marchés.

L'important resserrement des écarts liés à la qualité du crédit pendant l'exercice a entraîné des répercussions favorables pour les gestionnaires de titres en difficulté du Fonds. Les gestionnaires ont été en mesure de tirer parti du retour à des rapports rationnels, au sein du marché des obligations aussi bien qu'entre le marché des titres de créance et celui des titres de participation. Les acteurs sur ces marchés ont également tiré avantage du redressement de l'économie et de la cristallisation des bénéfices née de la restructuration amorcée par suite de la contraction du crédit de 2002. La volatilité du crédit, de nombreuses occasions de redressement d'entreprises et la multiplication des titres liquides sont autant de facteurs qui nous ont incités à accentuer davantage cette stratégie, d'autant plus que la complexité à évaluer justement les entreprises a élargi l'éventail des possibilités offertes aux arbitragistes axés sur la structure du capital.

Les gestionnaires qui ont voulu profiter du financement structuré se sont illustrés en 2003, à la faveur de la reprise économique et du resserrement des écarts liés à la qualité du crédit. Le marché des prêts à des sociétés fortement endettées a été témoin d'un grand nombre d'activités de refinancement, car les entreprises essayaient de tirer parti du rétrécissement des écarts. Les emprunteurs ont été peu préoccupés par le niveau des taux d'intérêt, car ils s'attendaient à des hausses de taux dans l'avenir.

Au deuxième trimestre, l'amélioration des écarts liés à la qualité du crédit et le niveau record d'émission de titres se sont aussi avérés très avantageux pour les gestionnaires d'arbitrage d'obligations convertibles du Fonds. Cependant, après un premier semestre vigoureux, ceux-ci ont connu des difficultés lorsque le marché des obligations convert-

ibles s'est corrigé à la baisse de manière à rétablir l'équilibre entre la demande et l'émission de titres. Au dernier trimestre, ces gestionnaires ont obtenu des résultats mitigés : les arbitragistes axés sur les crédits de qualité ont dégagé de bons rendements, tandis que d'autres gestionnaires n'ont pas obtenu de bons résultats à cause de la baisse continue de la volatilité implicite du marché boursier.

Le contexte a été beaucoup moins favorable, en 2003, pour les arbitragistes qui visent à tirer parti des regroupements d'entreprises. Les regroupements ont été rares, parce que les dirigeants n'ont pas favorisé ce type d'opérations au moment où le cours de leurs actions était jugé bas. En outre, l'abondance de capitaux intéressés aux quelques rares opérations de regroupement a donné lieu à un profil risque-avantage peu favorable. Le Fonds a donc continué de réduire ses investissements dans les fonds axés sur cette stratégie au cours de l'exercice.

Par ailleurs, en raison de ventes massives sur le marché obligataire, les investisseurs du marché hypothécaire ont eu peine à protéger la durée de leur portefeuille, ce qui a contribué à exacerber la volatilité des titres à revenu fixe en juillet et en août. Plusieurs gestionnaires d'arbitrage sur les marchés des titres à revenu fixe et des hypothèques ont donc essuyé des pertes durant cette période. Les soubresauts primaires et secondaires qu'a connus le marché obligataire sont, en général, passés inaperçus aux yeux des investisseurs du marché des actions, qui s'affairaient à refaire leurs évaluations pour tenir compte de la poussée prévue de l'économie.

Pour les gestionnaires dont le portefeuille était composé de titres boursiers peu sensibles au marché, les conditions sont demeurées difficiles, en particulier pour ceux qui s'étaient engagés dans une stratégie misant sur un retour à la moyenne à court terme. Northwater a continué de réduire la part du Fonds investie dans des portefeuilles gérés selon cette stratégie.

Northwater continue de mettre l'accent sur l'amélioration du portefeuille du Fonds en raffinant le groupe de gestionnaires de portefeuilles peu sensibles au marché et en livrant des rendements solides ajustés en fonction du risque. La stratégie de Northwater consiste à remplacer les gestionnaires en place par d'autres qu'elle considère plus aptes à ajouter de la valeur grâce à leur approche unique en matière de placement pour saisir les occasions qui se présentent. Dans le cadre de la démarche poursuivie par Northwater, plusieurs nouvelles stratégies sont envisagées pour la gestion du portefeuille du Fonds, notamment le financement structuré et le financement des opérations commerciales.

Northwater demeure aussi engagé à favoriser les portefeuilles peu sensibles au marché, une stratégie qu'il juge essentielle pour une diversification réelle de son portefeuille. Le portefeuille bien structuré de fonds de couverture peu sensibles au marché du Fonds offre l'un des meilleurs rendements ajustés en fonction du risque disponible sur le marché aujourd'hui.

Le président du conseil et
directeur général,



DAVID G. PATTERSON

Le 27 février 2004

ANALYSE PAR LA DIRECTION

Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») agit en tant que gérant du Fonds. À ce titre, entre autres fonctions, il administre le Fonds et contrôle le portefeuille de placement. Le gérant a retenu les services de Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller ») pour offrir des conseils en placement et gérer le portefeuille du Fonds conformément aux objectifs de ce dernier en matière de placement.

Il incombe au gérant de gérer les activités du Fonds et de l'administrer conformément aux dispositions de la convention de fiducie. Dans le cadre de ses fonctions, le gérant doit s'assurer que les systèmes d'information, les procédures et les contrôles appropriés sont en place de manière à pouvoir vérifier que l'information utilisée à l'interne et présentée aux porteurs de parts est complète et fiable. Le gérant s'acquitte avec sérieux de cette responsabilité et il est convaincu que les systèmes d'information, les procédures et les contrôles appropriés pour gérer le Fonds sont en place.

Objectifs de placement

Les objectifs de placement du Fonds sont les suivants :

1. distribution trimestrielle de 0,40 \$ par part (soit 1,60 \$ par année);
2. une croissance constante de la valeur liquidative;
3. un rendement essentiellement non tributaire des marchés des actions et des titres à revenu fixe; et
4. une faible volatilité, c'est-à-dire inférieure à celle d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure au moins de moitié à celle des principaux marchés boursiers nord-américains.

Le Fonds est tenu de verser aux porteurs de parts une distribution trimestrielle de 0,40 \$ par part. Le montant des distributions est calculé selon la valeur liquidative par part pour le mois précédant la fin d'un trimestre. Aux termes de la convention de fiducie, des distributions peuvent être versées en autant que la valeur liquidative par part du Fonds à ce moment est supérieure à la valeur liquidative initiale par part soit 18,79 \$.

Le Fonds est aussi tenu de distribuer l'ensemble de son revenu net et de ses gains nets matérialisés, de manière à ne pas avoir à payer d'impôt sur le revenu en vertu de la partie I de la Loi de l'impôt sur le revenu. De telles distributions peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative par part sous le seuil de 18,79 \$.

Pour le trimestre terminé le 31 décembre 2003, le Fonds a déclaré une distribution trimestrielle au comptant de 3,67 \$ par part. Cette distribution est plus importante que celles des trimestres précédents parce que le Fonds a tiré un important revenu imposable de son programme de couverture des devises, mis sur pied pour réduire le risque de change lié aux placements sous-jacents libellés en dollars américains.

La distribution payée par le Fonds au quatrième trimestre a donné lieu à une valeur liquidative par part de 15,81 \$ au 31 décembre 2003. Par suite de cette distribution, le Fonds ne sera pas en mesure de verser des distributions trimestrielles jusqu'à ce que la valeur liquidative par part du Fonds dépasse 18,79 \$, à moins que, à la fin du quatrième trimestre de 2004, le revenu net et les gains en capital nets dégagés par le Fonds ne soient tels qu'une distribution ne devienne nécessaire à des fins fiscales.

Procédé de gestion des placements

Les objectifs de placement du Fonds sont soutenus par la mise en œuvre d'un procédé de gestion des placements. Le Fonds devra compter sur les connaissances et les compétences du conseiller pour la mise en place de ce procédé. La capacité du conseiller de procurer aux investisseurs un bon rendement dépend d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par le Fonds. Le conseiller effectue toutes ses recherches de placements à l'interne et ses logiciels de transaction, de gestion des risques et de comptabilité ont également été élaborés à l'interne.

Le conseiller a élaboré un processus de sélection exclusif qu'il utilise pour choisir et surveiller les placements potentiels que le Fonds peut faire dans des fonds de couverture. Ce processus, qui fait partie intégrante de la stratégie du conseiller pour générer de la valeur avec le temps, comprend les éléments suivants :

1. Le dépistage continu des fonds de couverture existants qui présentent un profil exceptionnel sur le plan du rendement par rapport au risque.
2. L'analyse quantitative rigoureuse du rendement antérieur des fonds de couverture sous étude aux fins de placement, axée sur la constance et la viabilité du rendement. Le conseiller évalue si le gestionnaire du fonds de couverture sous étude ajoute de la valeur au processus de placement.
3. L'analyse statistique en vue d'évaluer l'effet, sur l'ensemble du Fonds, de l'ajout ou du retrait d'un fonds de couverture donné ou d'une stratégie particulière.
4. Les jugements qualitatifs sur la force de l'équipe de gestion du fonds de couverture sous étude et sur les opérations effectuées par cette équipe.
5. Les techniques de nature mathématique pour établir la pondération de chaque fonds de couverture au sein du portefeuille du Fonds. Ces outils s'ajoutent à l'évaluation qualitative faite par le conseiller de certains gestionnaires et certaines stratégies.

En outre, un processus de contrôle préalable est réalisé avant que le Fonds n'effectue un placement. Tous les fonds de couverture dans lesquels le Fonds choisit d'investir font l'objet d'examen périodiques. L'équipe responsable des placements porte, entre autres, une attention

particulière aux changements organisationnels effectués par les gestionnaires de fonds de couverture choisis ainsi qu'aux modifications apportées à leurs politiques en matière d'objectifs de placement, de stratégies de couverture, de degré de diversification, de niveau d'endettement et de coûts.

En outre, le conseiller gère les portefeuilles de clients et leur donne des conseils. 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 sous réserve des directives et des restrictions des clients. Lorsque les possibilités de placement sont contingentes, les placements sont répartis par le conseiller entre les portefeuilles des clients d'une manière qu'il juge équitable pour les clients dans les circonstances.

Stratégie de placement

Le Fonds comprend des fonds de couverture peu sensibles au marché qui, selon le conseiller, affichent d'excellentes perspectives de rendement, et dont les résultats passés ont une faible corrélation avec l'évolution des principaux marchés boursiers et obligataires. En établissant la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller opte pour des stratégies qui ont également une faible corrélation entre elles, en vue d'accroître la diversification et de réduire la volatilité prévue.

Le Fonds recourt au financement par emprunt parce que cet effet de levier pourrait accroître le rendement des placements. Le Fonds est autorisé à emprunter des fonds aux fins de placement jusqu'à concurrence de 25 % de la valeur de l'actif net. Il peut aussi emprunter au plus 10 % de la valeur de son actif net afin d'effectuer des achats et des rachats, de maintenir les liquidités nécessaires pour effectuer des distributions en espèces et de régler des opérations de couverture des devises. Au 31 décembre 2003, l'effet de levier s'établissait à 23,22 % (24,80 % en 2002). La diminution de l'effet de levier est attribuable à la réduction des emprunts temporaires contractés aux fins de placement.

Portefeuille et activités de placement

Le Fonds investit dans des fonds de couverture qui misent sur des secteurs des marchés financiers que le conseiller juge relativement inefficaces. Le conseiller croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage et méritent de faire l'objet d'une analyse poussée.

Le Fonds s'expose à des risques particuliers du fait qu'il investit dans des fonds de couverture à stratégies de placement non conventionnelles. Pour cette raison, le conseiller cherche à diversifier le portefeuille du Fonds en choisissant parmi sept stratégies de placement différentes et 42 fonds de couverture. Les fonds de couverture du Fonds sont établis dans des territoires étrangers et produisent des états financiers vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) américains ou internationaux.

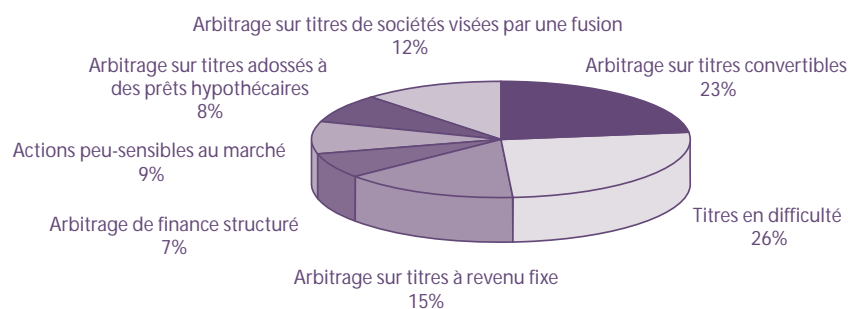
Au cours de l'exercice, dans le cadre de ses activités normales de placement et en vue d'atteindre ses objectifs de placement, le Fonds a effectué des placements auprès de douze nouveaux gestionnaires de fonds de couverture (sept gestionnaires en 2002) et retiré ses placements auprès de onze autres gestionnaires de fonds de couverture (sept gestionnaires en 2002).

Au 31 décembre 2003, le Fonds comptait 42 fonds de couverture (41 en 2002) et 35 gestionnaires (35 en 2002) mettant en œuvre sept stratégies de placement exclusives, qu'il s'agisse de stratégies peu sensibles au marché ou de stratégies de couverture. Ce large éventail de placements dans des fonds de couverture assure une grande diversification, grâce à laquelle le Fonds s'efforce d'atteindre ses objectifs sur les plans du rendement par rapport au risque et de l'insensibilité aux marchés.

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Placements dans des fonds de couverture

Stratégie	Au 31 décembre 2003			Au 31 décembre 2002		
	Nombre de fonds de couverture	Valeur marchande	%	Nombre de fonds de couverture	Valeur marchande	%
Titres en difficulté	10	22 732 743 \$	26 %	6	17 951 387 \$	15 %
Arbitrage sur titres convertibles	9	20 507 803	23 %	8	28 295 170	23 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5	12 969 326	15 %	5	15 837 957	13 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	6	10 879 361	12 %	7	19 271 280	16 %
Actions peu sensibles au marché	5	7 872 392	9 %	9	23 069 210	19 %
Arbitrage sur titres adossés à des prêts hypothécaires	3	6 998 041	8 %	3	9 644 827	8 %
Arbitrage de financement structuré	4	6 186 803	7 %	3	7 530 959	6 %
	42	88 146 469	100 %	41	121 600 790	100 %
Montant à recevoir (à verser) au titre des contrats à terme sur devises		(118 177)			81 428	
		88 028 292 \$			121 682 218 \$	



Examen des résultats financiers

Rendement

En 2003, le rendement du Fonds a poursuivi sa progression amorcée en 2002, pour atteindre 10,00 % (8,47 % en 2002) pour l'exercice, compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Six de sept stratégies du Fonds ont toutes contribué considérablement à accroître le rendement global. En particulier, les stratégies à l'arbitrage de financement structuré, titres en difficulté et l'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion ont été déterminants dans le succès du Fonds en 2003. Ces résultats sont conformes avec ceux de l'année précédente et aussi conformes aux attentes à long terme pour la performance du Fonds.

Compte tenu de la faiblesse soutenue des cours sur le marché, le Fonds a, encore une fois, été en mesure de tirer profit du programme de rachat et d'annulation d'actions au cours de l'exercice afin d'offrir un rendement additionnel aux porteurs de parts. Ce programme a permis d'accroître de 0,22 % (0,50 % en 2002) le rendement pour l'ensemble de l'exercice.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur des placements détenus par le Fonds est influencée par des facteurs indépendants de la volonté du conseiller, du gérant ou du Fonds. L'évaluation des placements pour lesquels il n'existe pas de prix de marché publié s'appuie sur les valeurs provisoires ou définitives des titres sous-jacents des fonds de couverture. Ces valeurs, qui sont fournies par les administrateurs ou les gestionnaires des fonds, sont calculées déduction faite des frais de gestion et autres frais inhérents aux fonds de couverture.

La valeur liquidative par part du Fonds est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2003, la valeur liquidative par part du Fonds a fluctué entre 15,81 \$ et 19,54 \$ (18,66 \$ et 19,27 \$ en 2002), compte tenu des distributions. L'écart significatif de la valeur liquidative par part en 2003 reflète les distributions payées principalement en fin d'année.

Prix du marché des parts

Le prix du marché des parts du Fonds est déterminé en fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Le cours à la fermeture des parts a fluctué entre 16,00 \$ et 19,00 \$ (16,50 \$ et 18,00 \$ en 2002) au cours de l'exercice.

Distributions

Au cours de l'exercice, le Fonds a effectué des distributions à chaque trimestre. Ces distributions ont totalisé 5,08 \$ par part (pour un montant global de 26 606 800 \$), comparativement à quatre distributions de 1,08 \$ par part (pour un montant global de 5 909 697 \$) en 2002. Les distri-

butions de 5,08 \$ par part (1,08 \$ par part en 2002) comprenaient un versement de 1,00 \$ par part (0,13 \$ par part en 2002) au titre des distributions arriérées. À la fin de l'exercice, il n'y a eu aucune distributions arriérées. (1,00 \$ par part, pour un montant global de 5 344 359 \$ en 2002).

À des fins fiscales, la nature des distributions trimestrielles a été établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. Il ne peut y avoir aucune assurance que les lois sur l'impôt ne seront pas modifiées d'une façon qui pourrait nuire au Fonds ou aux distributions versées par le Fonds, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée aux lois sur l'impôt à mesure qu'elles surviennent.

Historique des distributions

Date de clôture des registres	Date de paiement des distributions	Nature de la distribution à l'égard de l'impôt	Montant par part
31 mars 1998	22 avril 1998	Remise de capital	0,32 \$
30 juin 1998	21 juillet 1998	Remise de capital	0,37 \$
31 décembre 1999	31 janvier 2000	Remise de capital	0,57 \$
31 mars 2000	14 avril 2000	Remise de capital	0,97 \$
30 juin 2000	14 juillet 2000	Remise de capital	0,88 \$
29 septembre 2000	13 octobre 2000	Remise de capital	0,73 \$
29 décembre 2000	12 janvier 2001	Remise de capital	0,31 \$
30 mars 2001	17 avril 2001	Remise de capital	0,92 \$
29 juin 2001	17 juillet 2001	Remise de capital	0,84 \$
28 septembre 2001	19 octobre 2001	Remise de capital	0,41 \$
28 mars 2002	19 avril 2002	Remise de capital	0,07 \$
28 juin 2002	19 juillet 2002	Remise de capital	0,48 \$
30 septembre 2002	18 octobre 2002	Remise de capital	0,08 \$
31 décembre 2002	17 janvier 2003	Remise de capital	0,45 \$
31 mars 2003	16 avril 2003	Remise de capital	0,00637 \$
		Revenu net	0,62166 \$
		Gain matérialisé	<u>0,12197 \$</u>
			0,75000 \$
30 juin 2003	22 juillet 2003	Remise de capital	0,00527 \$
		Revenu net	0,51391 \$
		Gain matérialisé	<u>0,10082 \$</u>
			0,62000 \$
30 septembre 2003	24 octobre 2003	Remise de capital	0,00034 \$
		Revenu net	0,03316 \$
		Gain matérialisé	<u>0,00650 \$</u>
			0,04000 \$

Date de clôture des registres	Date de paiement des distributions	Nature de la distribution à l'égard de l'impôt	Montant par part
31 décembre 2003	29 janvier 2004	Remise de capital	0,03119 \$
		Revenu net	3,04199 \$
		Gain matérialisé	<u>0,59682 \$</u>
			3,67000 \$

Frais de gestion

Les frais de gestion ne seront constatés et payés qu'à condition que leur constatation et leur paiement n'empêchent pas le paiement des distributions prévues. S'ils sont reportés, ils ne seront pas pris en compte dans la valeur de l'actif net du Fonds. S'il devait rester des arriérés de distributions ou de frais de gestion à la date de liquidation du Fonds, soit le 31 décembre 2007, les frais de gestion qui restent à payer au gérant ne lui seront versés qu'à condition que la valeur liquidative par part du Fonds ne soit pas inférieure à 18,79 \$ par suite de ce versement.

Au 31 décembre 2003, les frais de gestion reportés étaient de 9 611 830 \$ (8 356 051 \$ au 31 décembre 2002), soit de 1,84 \$ par part (1,56 \$ au 31 décembre 2002). À ce jour, ni le gérant, ni le conseiller n'ont touché d'honoraires de gestion.

Revenu net d'exploitation

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003, le revenu net découlant des activités du Fonds s'est établi à 9 420 485 \$ (7 993 620 \$ en 2002). Conformément aux objectifs du Fonds, les facteurs déterminants ont été les gains matérialisés sur les placements dans des fonds de couverture et dans de couverture des devises.

Le tableau qui suit présente les ratios de charges des exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002. La première ligne présente le ratio du total des charges par rapport à l'actif net moyen pondéré. Les lignes suivantes présentent d'autres mesures qui, selon le gérant, sont utiles aux investisseurs et qui fournissent d'autres informations relativement aux charges du Fonds.

Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré	2003	2002
Total des charges	0,62 %	0,80 %
Total des charges compte non tenu de l'intérêt sur l'emprunt et des commissions d'engagement	0,22 %	0,20 %
Total des charges compte tenu des frais de gestion reportés de l'exercice	1,89 %	2,05 %

Couverture des devises

Le Fonds utilise des produits dérivés pour couvrir le risque de change lié aux placements libellés en dollars américains. Une partie du passif du Fonds, libellé en dollars américains, constitue une couverture naturelle de l'actif libellé en dollars américains.

L'incidence du taux de change pour les exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002, compte tenu des activités de couverture du Fonds, est résumée dans le tableau qui suit.

	2003	2002
Opérations de change sur les placements dans des fonds de couverture libellés en dollars US :		
Gain (perte) net(t) matérialisé(e)	(5 720 310) \$	1 289 942 \$
Variation de l'appréciation (dépréciation) non matérialisée	(16 305 280)	(2 024 914)
Couverture contre le risque de change des placements libellés en dollars US	21 016 325	1 508 529
Gain de change découlant de la couverture naturelle	3 104 974	303 612
Incidence du change, montant net	2 095 709 \$	1 077 169 \$

Achat pour annulation

Aux termes de la convention de fiducie, le Fonds est tenu d'acheter au plus 2 % des parts en circulation par trimestre si le prix de négociation des parts sur le marché est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux, à la date d'évaluation précédente. En outre, le Fonds peut acheter des parts chaque fois qu'elles sont vendues à un prix inférieur à la valeur liquidative.

En décembre 2003, le Fonds 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, le Fonds a indiqué qu'il avait l'intention d'acheter jusqu'à concurrence de 521 216 parts, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, le Fonds ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées sous les termes de l'offre sont annulées.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2003, le Fonds a acheté pour annulation 106 800 parts (345 300 parts en 2002) dans le cadre de tels programmes, pour une contrepartie totale de 1 859 388 \$ (6 023 255 \$ en 2002). Comme la valeur liquidative des parts annulées atteignait 2 082 600 \$ (6 545 379 \$ en 2002), l'achat s'est traduit par un gain de 223 212 \$ (522 124 \$ en 2002) pour le Fonds. Ce gain représente un apport de 0,22 % (0,50 % en 2002) au rendement global.

Régime de réinvestissement des distributions

Le Fonds offre aux investisseurs l'occasion d'adhérer à un régime de réinvestissement des distributions (le « régime »). Le régime offre un moyen pratique aux investisseurs pour acquérir des parts additionnelles du Fonds par le réinvestissement de leurs distributions en espèces. Les achats sont effectués sur le marché si les parts du Fonds se négocient à un prix inférieur à leur valeur liquidative. Si les parts du Fonds se négocient à un prix supérieur à leur valeur liquidative, de nouvelles parts sont émises à un prix correspondant au plus élevé de la valeur liquidative et de 95 % de la moyenne pondérée du cours des parts pour la période de cinq jours précédant la déclaration de la distribution. Les achats effectués en vertu de ce régime en 2003 ont totalisé 3 964 parts (1 477 parts en 2002).

Le régime permet de participer à la croissance du Fonds, et il ne comporte pas de frais d'adhésion.

Les porteurs de parts inscrits qui sont intéressés à participer au régime n'ont qu'à remplir un formulaire d'adhésion et le faire parvenir au mandataire du régime : CIBC Mellon Trust, C. P. 7010, Succ. Adelaide Street, Toronto (Ontario) M5C 2W9, ou composer le 1-800-387-0825. Ils peuvent se procurer un formulaire d'adhésion auprès de leur courtier.

Les porteurs de parts dans un compte auprès d'un courtier ou d'une institution financière peuvent leur donner des directives pour que leurs parts soient inscrites au régime.

Assemblée des porteurs de parts

Le 19 mars 2004, un avis de convocation à une assemblée extraordinaire, qui sera tenue par le Fonds le 19 avril 2004, a été expédié à tous les porteurs de parts. La résolution extraordinaire, qui sera soumise au vote des porteurs de parts à l'occasion de cette assemblée, vise à permettre au Fonds de verser des distributions trimestrielles périodiques correspondant à 2 % de la valeur de liquidative nette du Fonds, sans tenir compte du seuil initial de 18,79 \$ la part, et de verser au gérant les frais de gestion prévus correspondant à 1,25 % de la valeur liquidative sur une base courante, sans tenir compte du seuil initial de 18,79 \$ la part et sans tenir compte du niveau des distributions cumulatives. Si cette résolution est adoptée, le gérant s'engage à abandonner tout droit sur les frais de gestion reportés pour la période entre la date de création du Fonds et le 31 mars 2004. La résolution prévoit aussi que le gérant peut prolonger la durée du Fonds de deux ans additionnels, soit jusqu'au 31 décembre 2009, et que le Fonds peut émettre des parts supplémentaires en vue d'accroître son actif. Enfin, la proposition vise à permettre au gérant de dissoudre le Fonds avant le 31 décembre 2009, si une telle mesure était dans le meilleur intérêt des porteurs de parts.

Si la résolution mentionnée précédemment n'est pas adoptée à la majorité requise, une deuxième résolution extraordinaire sera soumise au vote des porteurs de parts en vue de modifier la convention de fiducie pour conférer au gérant le pouvoir de liquider le Fonds avant sa date de dissolution.

Responsabilité de la direction

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

Le gérant prend les moyens requis pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité des renseignements financiers. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains montants sont fondés sur des estimations et des jugements. Les principales conventions comptables que la direction juge appropriées pour le Fonds sont décrites à la note 3 afférente aux états financiers.

PricewaterhouseCoopers s.r.l. sont les vérificateurs externes du Fonds. Ils ont vérifié les états financiers conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada afin d'être en mesure d'exprimer, à l'intention des porteurs de parts, leur opinion sur les états financiers. Leur rapport figure à la page 15.

La trésorière,



Benita M. Warmbold, CA

Northwater Fund
Management Inc.

Le vice-président,



Daniel C.R. Mills, CFA

Northwater Fund
Management Inc.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États financiers

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003

Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts de Northwater Market-Neutral Trust

Nous avons vérifié l'état des titres en portefeuille au 31 décembre 2003 et les états de l'actif net de Northwater Market-Neutral Trust (le « Fonds ») aux 31 décembre 2003 et 2002 ainsi que 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 du Fonds. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en se 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 des titres en portefeuille au 31 décembre 2003, de la situation financière du Fonds aux 31 décembre 2003 et 2002, ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.



Comptables agréés

Le 27 février 2004
(le 19 mars 2004 pour la note 12)

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Actif net

31 décembre 2003 et 2002

	2003	2002
Actif		
Encaisse et placements à court terme	20 131 416 \$	4 423 068 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la valeur marchande (note 4) (coût : 82 227 807 \$ en 2003; 90 571 350 \$ en 2002)	88 028 292	121 682 218
Rachats de fonds de couverture	13 163 788	3 450 448
	121 323 496	129 555 734
Passif		
Honoraires et droits de garde	64 879	38 993
Intérêts et commissions d'engagement	23 196	22 629
Distributions à verser	19 221 842	2 404 962
Emprunt bancaire (note 7)	19 225 073	25 254 941
	38 534 990	27 721 525
Actif net et capitaux propres	82 788 506 \$	101 834 209 \$
Nombre de parts en circulation (note 5)	5 237 559	5 344 359
Valeur liquidative par part	15,81 \$	19,05 \$

Signé au nom de l'administrateur,

The Royal Trust Company

Per:  John P. Nolan
Director, Client Service
RBC Global Services, IIS

Per:  Chris Lim
Client Service Manager
RBC Global Services, IIS

Les notes ci-jointes font partie intégrante des états financiers.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST**Résultats**

Exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002

	2003	2002
Revenu de placement		
Intérêts	84 559 \$	86 015 \$
Autres revenus	30 928	106 037
	<u>115 487</u>	<u>192 052</u>
Charges		
Intérêts et commissions d'engagement	395 351	627 653
Frais de gestion (note 6)	-	-
Honoraires et droits de garde	64 510	58 086
Autres frais	152 506	153 961
	<u>612 367</u>	<u>839 700</u>
Perte nette de placement	(496 880)	(647 648)
Gain (perte) matérialisé(e) et non matérialisé(e) sur les placements		
Gain (perte) net(te) matérialisé(e) :		
sur les placements dans des fonds de couverture	16 627 154	3 534 178
sur les opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	(5 720 310)	1 289 942
au titre de la couverture contre le risque de change des placements	21 016 325	1 508 529
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée :		
des placements dans des fonds de couverture	(8 805 498)	4 029 921
des opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	(16 305 280)	(2 024 914)
Gain net de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture	3 104 974	303 612
Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour l'exercice	9 917 365	8 641 268
Revenu net lié aux activités de l'exercice	9 420 485 \$	7 993 620 \$
Revenu net lié aux activités par part de l'exercice*	1,80 \$	1,45 \$

* Fondé sur le nombre moyen de 5 237 559 parts en circulation durant l'exercice (5 516 926 en 2002).

Les notes ci-jointes font partie intégrante des états financiers.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Évolution de l'actif net

Exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002

	2003	2002
Actif net au début de l'exercice	101 834 209 \$	105 773 541 \$
Revenu net lié aux activités de l'exercice	9 420 485	7 993 620
Opérations sur les capitaux propres (note 5)		
Valeur liquidative des parts annulées	(2 082 600)	(6 545 379)
Gain à l'acquisition et à l'annulation de parts	223 212	522 124
	(1 859 388)	(6 023 255)
Distributions aux porteurs de parts (note 8)		
Remboursement de capital	(226 142)	(5 909 697)
Provenant du gain net matérialisé	(4 326 795)	-
Provenant du revenu net	(22 053 863)	-
	(26 606 800)	(5 909 697)
Actif net à la fin de l'exercice	82 788 506 \$	101 834 209 \$
Distributions par part pour l'exercice*	5,08 \$	1,08 \$

*Selon le nombre réel de parts en circulation à la clôture des registres.

Les notes ci-jointes font partie intégrante des états financiers.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Flux de trésorerie

Exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002

	2003	2002
Flux de trésorerie liés aux activités de fonctionnement		
Revenu net lié aux activités	9 420 485 \$	7 993 620 \$
Éléments hors trésorerie:		
Gain net matérialisé sur les placements dans des fonds de couverture	(10 906 844)	(4 824 120)
Perte nette matérialisée (gain) sur des contrats à terme de devises	199 605	(163 367)
Variation de la plus-value non matérialisée des placements dans des fonds de couverture	25 110 778	(2 005 007)
Variations des éléments hors caisse du fonds de roulement:		
Augmentation (diminution) des comptes à payer	26 453	(17 032)
	23 850 477	984 094
Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement		
Achat de placements dans des fonds de couverture	(46 944 412)	(22 699 542)
Produits de la vente de placements dans des fonds de couverture	56 481 459	34 042 508
	9 537 047	11 342 966
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Remboursement de l'emprunt bancaire	(6 029 868)	(1 800 246)
Distributions versées	(9 789 920)	(3 504 735)
Acquisition de parts	(1 859 388)	(6 023 255)
	(17 679 176)	(11 328 236)
Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme	15 708 348	998 824
Encaisse et placements à court terme au début de l'exercice	4 423 068	3 424 244
Encaisse et placements à court terme à la fin de l'exercice	20 131 416 \$	4 423 068 \$
Information supplémentaire:		
Intérêts versés	394 784 \$	637 907 \$

Les notes ci-jointes font partie intégrante des états financiers.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Titres en portefeuille

31 décembre 2003

	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Valeur marchande/ juste valeur	Pourcentage du portefeuille de placement
Placements dans des fonds de couverture					
Titres en difficulté			20 934 866 \$	22 732 743 \$	21,02 %
Arbitrage sur titres convertibles			20 398 614	20 507 803	18,96
Arbitrage sur titres à revenu fixe			12 546 384	12 969 326	11,99
Arbitrage sur des titres de sociétés visées par une fusion			9 272 998	10 879 361	10,06
Actions peu sensibles au marché			7 555 051	7 872 392	7,28
Arbitrage sur titres adossés à des prêts hypothécaires			7 096 306	6 998 041	6,47
Arbitrage de financement structuré			4 423 588	6 186 803	5,72
			82 227 807	88 146 469	81,50
Montant du règlement à verser au titre des contrats à terme de devises (note 9)			-	(118 177)	(0,11)
Placements dans des fonds de couverture, valeur marchande					
			82 227 807	88 028 292	81,39
Encaisse					
			1 657 899	1 657 899	1,53
Bon du Trésor					
Canada	8 mars 2004	1 680 120	1 680 120	1 680 120 \$	1,55
Papiers commerciaux					
Darwin Trust	16 janvier 2004	3 877 200	3 875 572	3 875 378	3,58
Macro Trust	16 janvier 2004	5 945 040	5 942 305	5 942 246	5,49
Merit Trust, billets de premier rang	16 janvier 2004	3 877 200	3 875 572	3 875 378	3,58
Storm King Funding Trust	15 janvier 2004	3 101 760	3 100 240	3 100 395	2,88
Encaisse et placements à court terme					
		18 481 320	20 131 708	20 131 416	18,61
Total des placements					
		18 481 320 \$	102 359 515 \$	108 159 708 \$	100,00 %
Éléments de passif, moins les autres actifs					
				(25 371 202)	
Actif net et capitaux propres					
				82 788 506 \$	

Les notes ci-jointes font partie intégrante des états financiers.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2003 et 2002

1. Établissement du Fonds

Northwater Market-Neutral Trust (le « Fonds ») est un fonds de placement à capital fixe établi en vertu des lois de la province d'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juillet 1997 et modifiée le 17 août 1999. La Compagnie Trust Royal (« Trust Royal ») agit en qualité de fiduciaire. Le Fonds a commencé ses activités le 30 juillet 1997 lorsqu'il a effectué son premier appel public à l'épargne. Les parts du Fonds sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN. Le Fonds sera liquidé vers le 31 décembre 2007 et l'actif net sera distribué au pro rata entre les porteurs de parts à moins que le Fonds ne soit prorogé à une date ultérieure et que cette prorogation ne soit approuvée à la majorité par les deux tiers des voix des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin. Le Fonds a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») en vertu d'une convention de gestion datée du 18 juillet 1997. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller ») agit en qualité de conseiller du Fonds. Le conseiller est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories de conseiller en placement et de gestionnaire de portefeuille, comme courtier dans la catégorie de courtier sur le marché des valeurs dispensées en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), telle que modifiée, et comme conseiller dans la catégorie de gestionnaire d'opérations sur marchandises en vertu de la Loi sur la vente à terme sur marchandises (Ontario), telle que modifiée. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), telle que 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 enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée Investment Advisers Act of 1940, telle que modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises (« commodity trading ») et spécialiste des pools de marchandises (« commodity pool operator ») en vertu de la loi des États-Unis intitulée Commodity Exchange Act, telle que modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la « NFA ») aux États-Unis.

2. Objectifs de placement du Fonds

Les objectifs de placement du Fonds sont les suivants : i) distribuer un montant de 0,40 \$ par part à la fin de chaque trimestre (1,60 \$ par année); ii) accroître régulièrement la valeur liquidative par part; iii) s'assurer que le rendement du Fonds est essentiellement indépendant des marchés de titres à revenu fixe et d'actions; et iv) atteindre un faible niveau de volatilité, laquelle devrait être inférieure à celle d'un porte-

feuille d'obligations à moyen terme et inférieure de moitié à celle des principaux marchés boursiers nord-américains.

3. Principales conventions comptables

Les présents états financiers sont préparés selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

(a) Placements

L'actif du Fonds est investi dans des liquidités et dans des placements à court terme, des fonds de couverture peu sensibles au marché et des contrats à terme de devises.

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 »).

L'encaisse et les placements à court terme sont composés des espèces en dépôt dans des comptes portant intérêt au Trust Royal, d'espèces en dépôt auprès du courtier en opérations à terme et de placements à court terme dont l'échéance au moment de l'achat est à moins de 90 jours. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur de ces instruments à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

Les placements dans des fonds de couverture peu sensibles au marché sont évalués à la valeur définitive de l'actif net présentée par les gestionnaires de portefeuille ou les administrateurs de ces fonds à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, la valeur provisoire la plus récente de l'actif net déterminée selon les rendements préliminaires présentés par les gestionnaires de portefeuille ou les administrateurs de ces fonds. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté à titre de gain ou de perte non matérialisé sur les placements. Le coût moyen est utilisé pour le calcul des gains et des pertes matérialisés et non matérialisés.

(b) 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 l'exercice. Au cours de l'exercice, les opérations effectuées en devises autres que le dollar canadien sont converties aux taux de change en vigueur à la date de chacune des opérations en question. Les gains et les pertes de change sont constatés dans l'état des résultats à chaque date d'évaluation.

(c) Couverture des devises

Le Fonds ouvre des positions dans des contrats à terme de devises négociés en bourse afin de couvrir la valeur en dollars canadiens des actifs en portefeuille et des passifs libellés en devises.

À l'ouverture d'une position dans un contrat à terme, le Fonds est tenu de remettre à un courtier un « dépôt de garantie », calculé selon un certain montant par contrat. Des versements ultérieurs correspondant à la « marge de variation » sont effectués ou reçus chaque jour selon les fluctuations quotidiennes de la valeur du contrat. Ces variations quotidiennes sont comptabilisées à titre de gains ou de pertes dans l'état des résultats. Le montant de règlement exigible au titre des contrats à terme correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que le Fonds doit verser ou recevoir à la date d'évaluation.

Les contrats à terme sont évalués au prix de règlement publié par la chambre de compensation appropriée de la bourse à chaque date d'évaluation. En l'absence de cours acheteur et vendeur, le gérant peut, de temps à autre, établir un prix représentant plus fidèlement la juste valeur, basée sur valeur marchande courante du titre sous-jacent. La valeur notionnelle d'un contrat à terme n'est pas comptabilisée à titre d'actif dans l'état de l'actif net.

(d) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada, le Fonds doit faire des estimations et élaborer 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.

4. Placements dans des fonds de couverture peu sensibles au marché

Dans le cadre de sa stratégie de placement, le Fonds investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu sensibles au marché.

Les opérations portant sur les fonds de couverture effectuées au cours de l'exercice se résument comme suit :

	2003	2002
Placements au début de l'exercice, au coût	90 571 350 \$	95 889 455 \$
Coût des placements acquis	46 944 412	22 699 542
Coût des placements vendus	(55 287 955)	(28 017 647)
Placements à la fin de l'exercice, au coût	82 227 807	90 571 350
Plus-value non matérialisée des placements	5 918 662	31 029 440
Valeur marchande des placements à la fin de l'exercice	88 146 469 \$	121 600 790 \$
Produit des placements vendus	66 194 799 \$	32 841 767 \$
Coût des placements vendus	(55 287 955)	(28 017 647)
Gain net matérialisé sur les placements	10 906 844 \$	4 824 120 \$

5. Parts émises et en circulation

Le capital autorisé du Fonds est constitué d'un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et correspondent à une participation égale indivise dans l'actif net du Fonds. 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 le Fonds. Des fractions de parts ne seront pas émises. En 2003, dans le cours normal d'une offre publique de rachat et conformément à son obligation trimestrielle de soutenir le cours, le Fonds a acheté 106 800 parts (345 300 parts en 2002) pour annulation. Le nombre total de parts acquises sur le marché en vertu du régime de réinvestissement des distributions s'est élevé à 3 964 en 2003 (1 477 en 2002).

Les opérations sur les parts effectuées au cours de l'exercice se résument comme suit :

	2003	2002
Solde des parts en circulation au début de l'exercice	5 344 359	5 689 659
Parts acquises et annulées au cours de l'exercice	(106 800)	(345 300)
Solde des parts en circulation à la fin de l'exercice	5 237 559	5 344 359

6. Frais de gestion

Outre les services relatifs aux porteurs de parts qu'il fournit au Fonds, le gérant s'occupe de l'administration courante du Fonds et de la gestion du portefeuille de titres. En contrepartie de ces services, le gérant reçoit des honoraires de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net du Fonds. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre d'exercice. Les frais de gestion sont payés trimestriellement, à terme échu, à condition que les distributions aux porteurs de parts ne soient pas arriérées. Si les distributions sont arriérées, les frais de gestion ne sont ni versés, ni exigibles, tant que le découvert n'a pas été versé aux porteurs de parts.

Les frais de gestion arriérés au 31 décembre 2003 s'élevaient à 9 611 830 \$ (8 356 051 \$ en 2002) soit de 1,84 \$ par part (1,56 \$ par part au 31 décembre 2002). Les frais de gestion arriérés ne seront payés ou comptabilisés que dans la mesure où leur paiement ou leur comptabilisation n'empêcheront pas le versement des distributions aux porteurs de parts. Dans le cas où des distributions ou des frais de gestion seraient arriérés à la date de liquidation du Fonds, soit le 31 décembre 2007, les honoraires de gestion alors exigibles ne seront versés au gérant qu'à la condition que ce paiement n'entraîne pas une baisse de la valeur liquidative par part sous le seuil des 18,79 \$. Le gérant versera une partie de ses honoraires au conseiller, en contrepartie des services rendus au Fonds par le conseiller.

7. Emprunt bancaire

Le Fonds dispose d'une facilité de prêt renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Selon cette facilité, le Fonds peut emprunter des fonds en dollars canadiens ou en dollars américains jusqu'à concurrence de 25 % de la valeur de l'actif net du Fonds pour faire de nouveaux placements. De plus, le Fonds peut emprunter temporairement au plus 10 % de la valeur de son actif net aux fins suivantes : i) acheter des parts sur le marché, ii) maintenir des liquidités pour effectuer des distributions en espèces, et iii) régler des opérations de couverture sur les devises. Pour les emprunts en dollars américains, l'évaluation des limites d'emprunt se fait en convertissant ces emprunts en dollars canadiens au taux de conversion de référence de la banque. Les intérêts et les commissions d'engagement sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont fondés sur le taux préférentiel ou sur le taux des acceptations bancaires, pour ce qui est des fonds en dollars canadiens, et sur le taux préférentiel ou sur le TIOL, pour les fonds en dollars américains. Une garantie générale sur l'actif du Fonds a été donnée à la banque. Les emprunts impayés au 31 décembre 2003 étaient libellés en dollars canadiens et en dollars américains.

8. Distributions

Le Fonds verse trimestriellement aux porteurs de parts des distributions de 0,40 \$ par part, dans la mesure où la valeur liquidative par part, compte tenu de la distribution, est supérieure à la valeur liquidative de 18,79 \$ inscrite le 30 juillet 1997. Si un montant inférieur à 0,40 \$ par part est distribué pour un quelconque trimestre, le montant du découvert est reporté et versé au cours du ou des trimestre(s) suivant(s), à condition que la valeur liquidative par part demeure supérieure à 18,79 \$ compte tenu de la distribution.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003, le Fonds a effectué des distributions de 5,08 \$ par part, pour un montant global de 26 606 800 \$ (1,08 \$ par part, pour un montant global de 5 909 697 \$, en 2002). Au 31 décembre 2003, aucune distribution n'était arriérée (contre 1,00 \$ par part, pour un montant global de 5 344 359 \$, en 2002).

Les porteurs de parts ont le choix de recevoir des distributions en espèces ou sous forme de parts additionnelles dans le cadre du régime de réinvestissement des distributions.

9. Contrats à terme

Au 31 décembre 2003, des papier commerciaux d'une valeur nominale de 1 300 000 \$ US (800 000 \$ US en 2002) ont été remis comme dépôt de garantie relativement à des contrats à terme.

Le Fonds a ouvert des positions dans des contrats à terme afin de couvrir les titres en portefeuille et les passifs libellés en devises contre les risques de change.

Au 31 décembre 2003, le Fonds était partie aux contrats à terme de devises suivants:

	Prix de clôture	Valeur notionnelle des contrats	Montant du règlement à verser au titre des contrats à terme
1 016 contrats à terme en dollars canadiens, mars 2004	76,94 \$ US	78 171 040 \$ US	
		101 028 252 \$ CA	(118 177) \$ CA

10. Impôts sur le revenu

Aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (la « Loi de l'impôt »), le Fonds est considéré comme une « fiducie de fonds commun de placement ». Étant donné que le revenu total net du Fonds, y compris le montant net des gains matérialisés provenant de fonds de placement fermés et du revenu réputé calculé en vertu de l'article 94.1 de la Loi de l'impôt, sera versé ou à verser aux porteurs de parts au cours de chaque année civile, le Fonds n'aura pas à payer d'impôt sur le revenu aux termes des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Ce revenu est imposable entre les mains du porteur de parts. À des fins fiscales, il arrivera que le revenu distribué soit plus élevé que celui dégagé par le Fonds. 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 à des fins fiscales.

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

Au 31 décembre 2003, le Fonds n'avait inscrit aucun report de perte autre qu'en capital (6 500 000 \$ en 2002) ni aucun report de perte en capital (néant en 2002).

11. Indemnités

Le Fonds conclut diverses conventions qui peuvent comporter des clauses d'indemnisation aux termes desquelles, lorsque surviennent certains événements, le Fonds peut être tenu de verser, entre autres, les indemnités suivantes :

- 1) prioritairement par rapport à tout droit du gérant ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que le gérant, relativement à toute obligation et à tous les frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou intentée, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation du Fonds, 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 certains des fonds de couverture dans lesquels le Fonds a investi et à leurs administrateurs relativement à des obligations qui peuvent être contractées dans le cas où le Fonds, en signant une convention de souscription relative à un

placement dans ces fonds de couverture, ferait dans ladite convention de souscription une déclaration fautive ou trompeuse qui se traduirait par des pertes ou des dommages pour ces fonds de couverture ou leurs administrateurs; et

- 3) une indemnité payable aux vérificateurs du Fonds relativement à tout acte frauduleux commis par le Fonds ou à toute omission frauduleuse du Fonds, ou à toute déclaration fautive ou trompeuse faite par le Fonds ou à toute défaillance volontaire causée par celui-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs du Fonds et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les vérificateurs du Fonds concernant les services offerts au Fonds par ses vérificateurs, sauf si cette réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs du Fonds.

Par le passé, aucun paiement n'a été effectué au titre de ces indemnités. Le Fonds estime que le passif actuel à ce titre est nul. Les indemnités conclues par le Fonds peuvent avoir une durée illimitée. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer le passif possible maximal lié à des 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.

12. Événement postérieur à la date de l'état de l'actif net

Le 19 mars 2004, un avis de convocation à une assemblée extraordinaire, qui sera tenue le 19 avril 2004, a été expédié à tous les porteurs de parts. La résolution extraordinaire, qui sera soumise au vote des porteurs de parts à l'occasion de cette assemblée, vise à permettre au Fonds de verser des distributions trimestrielles périodiques correspondant à 2 % de la valeur de l'actif net du Fonds, sans tenir compte du seuil initial de 18,79 \$ la part, et de verser au gérant les frais de gestion prévus correspondant à 1,25 % de la valeur de l'actif net sur une base courante, sans tenir compte du seuil initial de 18,79 \$ la part et sans tenir compte du niveau des distributions cumulatives. Si cette résolution est adoptée, le gérant s'engage à abandonner tout droit sur les frais de gestion reportés pour la période entre la date de création du Fonds et le 31 mars 2004. La résolution prévoit aussi que le gérant peut prolonger la durée du Fonds de deux ans, soit jusqu'au 31 décembre 2009, et que le Fonds peut émettre des parts supplémentaires en vue d'accroître son actif. Enfin, la proposition vise à permettre au gérant de dissoudre le Fonds avant le 31 décembre 2009, si cette mesure était dans le meilleur intérêt des porteurs de parts.

Si la résolution mentionnée précédemment n'est pas adoptée à la majorité requise, une deuxième résolution extraordinaire sera soumise au vote des porteurs de parts en vue de modifier la convention de fiducie pour conférer au gérant le pouvoir de liquider le Fonds avant sa date de liquidation.

13. Faits saillants de nature financière

Valeur liquidative par part au début de l'exercice

Revenu (perte) net(te) de placement par part

Gain net sur les placements

Distributions par part

Remboursement de capital

Provenant du gain net matérialisé

Provenant du revenu net

Incidence, par rapport au coût d'origine, des opérations sur les capitaux propres

Valeur liquidative par part à la fin de l'exercice

Ratios et données supplémentaires

Actif net à la fin de l'exercice

Actif net moyen pondéré

Ratio des charges par rapport à l'actif net moyen pondéré

Rendement annuel

La valeur liquidative par part est calculée en divisant la valeur de l'actif net du Fonds par le nombre total de parts en circulation du Fonds, au début ou à la fin de l'exercice.

Le revenu net ou la perte nette de placement par part et le gain net ou la perte nette sur les placements sont calculés selon le nombre moyen de parts en circulation pour l'exercice. Les distributions par part aux porteurs de parts sont calculées selon le nombre réel de parts en circulation à la date de clôture des registres.

L'actif net moyen pondéré correspond à la valeur moyenne, calculée mensuellement, de l'actif net du Fonds pour l'exercice.

Le ratio des charges par rapport à l'actif net moyen pondéré du Fonds tient compte de l'ensemble des charges du Fonds, y compris les intérêts, les commissions d'engagement et la TPS, exprimées en pourcentage de l'actif net moyen pondéré.

2003	2002	2001	2000	1999
19,05 \$	18,59 \$	18,81 \$	18,97 \$	16,63 \$
(0,09)	(0,12)	(0,24)	(0,26)	0,02
1,89	1,57	2,13	2,71	2,40
(0,04)	(1,08)	(2,17)	(2,89)	(0,57)
(0,83)	-	-	-	-
(4,21)	-	-	-	-
(5,08)	(1,08)	(2,17)	(2,89)	(0,57)
0,04	0,09	0,06	0,28	0,49
15,81 \$	19,05 \$	18,59 \$	18,81 \$	18,97 \$
82 788 506 \$	101 834 209 \$	105 773 541 \$	111 140 383 \$	121 925 046 \$
98 855 903 \$	104 515 541 \$	109 436 120 \$	117 409 394 \$	123 106 315 \$
0,62 %	0,80 %	1,50 %	2,03 %	1,66 %
10,00%	8,47 %	10,58 %	15,12 %	17,50 %

Le rendement annuel correspond au taux de rendement géométrique annualisé de la valeur liquidative par part mensuelle du Fonds au cours de l'exercice et tient compte des distributions faites par le Fonds.

L'incidence, par rapport au coût d'origine, des opérations sur les capitaux propres correspond aux écarts dans les valeurs calculées. Ces écarts, qui sont attribuables à l'utilisation de bases de numérations différentes quant au nombre de parts en circulation dans les divers calculs ci-dessus, peuvent être considérables si un grand nombre de parts du Fonds ont été annulées au cours de l'exercice.

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Northwater est un chef de file en gestion de placements au Canada et aux États-Unis. Elle se spécialise dans les stratégies de fonds de couverture, l'indexation synthétique et les portefeuilles comprenant différentes classes d'actif bonifié pour les régimes de retraite et les fonds de dotation. Détenu en propriété exclusive par ses employés, Northwater a pour objectif d'offrir à ses clients un service supérieur et des rendements ajustés au risque attrayants. Au 31 décembre 2003, l'actif sous gestion et consultation de Northwater s'élevait à 9,8 milliards de dollars canadiens. Northwater compte parmi ses clients les caisses de retraite de plusieurs des plus importantes sociétés au Canada, aux États-Unis et en Europe. Elle gère également les actifs de régime d'universités et d'institutions du secteur public.

Northwater se démarque comme une société innovatrice en matière d'application de stratégies fondées sur des instruments dérivés ou d'autres stratégies quantitatives qui crée des produits de placement uniques destinés aux clients institutionnels. Le Northwater Market-Neutral Trust est le premier instrument de placement coté en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture. Au 31 décembre 2003, Northwater détenait sous gestion et consultation environ 4,6 milliards de dollars canadiens dans des fonds de fonds de couverture peu sensibles au marché. Selon Northwater, elle se classe au premier rang des sociétés de placement au Canada, et parmi les plus importantes au monde, à cet égard.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE DES PLACEMENTS

Northwater Fund Management Inc.
Bay Wellington Tower
Bureau 4700, BCE Place
C.P. 794, 181, rue Bay
Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT

Northwater Capital Management Inc.
Bay Wellington Tower
Bureau 4700, BCE Place
C.P. 794, 181, rue Bay
Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault s.r.l.
Bureau 4700, Boîte 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l.
Bureau 3000, Boîte 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto (Ontario) M5K 1G8

MANDATAIRE DU RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

CIBC Mellon Trust Company
C. P. 7101
Adelaide Street
Toronto (Ontario) M5C 2W9
Téléphone : 1-800-387-0825

POUR DE PLUS AMPLES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ
COMMUNIQUER AVEC :

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

Pour la valeur liquidative la plus récente, veuillez composer le :
1-888-429-8774

Symbole TSE : NMN.UN

Also available in English.

