

NORTHWATER

Northwater Market-Neutral Trust
31 décembre 2004
Rapport annuel





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de gestion	5
Responsabilité de la direction	18
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	19
Northwater Capital Management Inc.	34

**MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT
AUX PORTEURS DE PARTS**

Northwater Market-Neutral Trust (le « Fonds ») est un fonds d'investissement à capital fixe détenant un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Ses parts sont négociées à la Bourse de Toronto. Au 31 décembre 2004, la valeur liquidative par part du Fonds s'établissait à 14,73 \$. Pour l'exercice, la valeur liquidative par part a augmenté de 5,00 %, compte tenu de distributions par part de 1,85 \$.

Le marché des actions et le marché obligataire ont enregistré des gains notables au cours de l'exercice, malgré l'incertitude persistante quant à l'environnement macroéconomique mondial, à la durabilité de la reprise économique aux États-Unis et à l'augmentation spectaculaire des prix de l'énergie à l'échelle mondiale. L'indice S&P 500 a augmenté de 10,9 % en dollars américains, mais de seulement 2,8 % en dollars canadiens, puisque le dollar américain a considérablement perdu de sa valeur au cours de l'exercice.

La politique de la banque centrale a été plutôt musclée aux États-Unis, où la Réserve fédérale a augmenté cinq fois les taux, les portant à 2,25 %, soit leur niveau le plus haut en trois ans. Ces augmentations sont une conséquence de la relance de l'économie américaine, des pressions inflationnistes modérées et de la dépréciation du dollar américain. Contre toute attente, le rendement des obligations à long terme est tombé à un des plus bas niveaux jamais enregistrés, ce qui a suscité un excellent rendement dans tous les secteurs du marché obligataire.

Les taux de volatilité des marchés financiers ont diminué au cours de l'exercice pour atteindre des plateaux quasi-records. Par contre, les bourses de marchandises ont enregistré des taux de volatilité plus élevés au cours de l'exercice pendant que les écarts de taux des sociétés se sont resserrés.

Northwater a continué d'améliorer la composition du portefeuille du Fonds de façon à tirer parti de l'évolution de la conjoncture et à diversifier davantage les placements. Au cours de l'exercice, 12 nouveaux fonds ont été ajoutés au portefeuille et 9 fonds ont été retirés. Ces changements ont été effectués en vue d'obtenir des résultats stables à long terme indépendamment de la conjoncture. Une nouvelle stratégie a aussi été ajoutée au portefeuille, soit la stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie. En 2004, il y a eu une augmentation des placements dans les stratégies d'arbitrage sur la structure du capital, d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires et d'arbitrage sur titres en difficulté. Par contre, les placements dans les stratégies d'arbitrage sur obligations convertibles, d'arbitrage statistique et d'arbitrage sur la volatilité ont diminué au cours de l'exercice.

Les fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances et les fonds d'arbitrage sur titres en difficulté ont affiché les rendements les plus élevés pour l'exercice grâce

au resserrement des écarts de taux et à l'amélioration de la conjoncture. S'il est vrai que ces stratégies ont tiré parti de la conjoncture favorable, nous prévoyons que le savoir-faire des gestionnaires de fonds de couverture permettra de maintenir des rendements positifs dans un contexte plus difficile en 2005.

Le rendement des fonds d'arbitrage sur obligations convertibles a été plus modeste, vu le marché difficile dans lequel ces fonds avaient exercé leurs activités durant l'exercice précédent. Les fonds qui étaient bien couverts contre le risque de crédit n'ont pas bénéficié pleinement de la tendance au resserrement des écarts de taux observée en 2004 et les possibilités d'afficher des rendements élevés ont été davantage compromises par la diminution de la volatilité du marché des actions.

Les fusions et les acquisitions plus nombreuses ont favorisé les fonds spécialisés d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion ainsi que les fonds multi-stratégies, dont les capitaux ont été transférés opportunément aux fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion lorsque l'avantage du transfert a été jugé plus important que le risque.

Les stratégies d'arbitrage sur titres à revenu fixe et d'arbitrage statistique ont offert un rendement peu satisfaisant, la diminution de la volatilité ayant réduit les possibilités de négociations, ce qui a conforté Northwater dans sa décision de réduire progressivement les capitaux attribués à ces stratégies. Bien que déçus des résultats de 2004, nous continuons de chercher des gestionnaires en mesure de réaliser le rendement qui nous permettra d'atteindre nos objectifs d'investissement.

La stratégie de réassurance a affiché un rendement modeste en 2004, en dessous des rendements historiques, en raison du nombre exceptionnel d'événements catastrophiques survenus au cours de l'exercice. Dans ce contexte, la capacité de générer un rendement positif rend compte de la valeur d'un portefeuille dont les gestionnaires de fonds de couverture de réassurance ont bien soupesé la composition et géré les risques.

La nouvelle stratégie axée sur la valeur liée au secteur de l'énergie a procuré un rendement positif en 2004, ce qui montre l'importance que nous accordons à l'apport de nouvelles sources diversifiées de rendement à notre combinaison de stratégies.

Les rendements du Fonds demeurent peu sensibles au marché et nous sommes satisfaits des résultats obtenus jusqu'à présent. Afin d'améliorer encore davantage la composition du portefeuille du Fonds, nous continuerons d'évaluer de nouveaux gestionnaires et de nouvelles stratégies. Northwater demeure également en faveur des portefeuilles à rendement peu réactif au marché, une stratégie qu'elle juge essentielle pour une réelle diversification de son portefeuille. Le

portefeuille bien structuré de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché du Fonds offre l'un des meilleurs rendements ajustés en fonction du risque disponible sur le marché aujourd'hui.



DANIEL C. R. MILLS, CFA

Administrateur délégué et
directeur des placements



ADRIAN HUSSEY, MBA, CFA

Vice-président

Le 28 février 2005

RAPPORT DE GESTION

Le Fonds est géré par Northwater Fund Management Inc. (« le gérant »). Il incombe au gérant de gérer les activités du Fonds et de l'administrer conformément aux dispositions de la convention de fiducie. C'est aussi à lui qu'il incombe de suivre de près l'évolution du portefeuille de placements du Fonds. 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. Dans l'exercice 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. une distribution trimestrielle équivalant à 2 % de la valeur liquidative par part du Fonds à la fin du mois précédant la fin du trimestre civil en question (0,40 \$ par part par trimestre avant le 19 avril 2004);
2. une croissance constante de la valeur de l'actif net;
3. un rendement essentiellement non tributaire des marchés des actions et des valeurs à revenu fixe; et
4. une faible volatilité, c'est-à-dire inférieure à la volatilité d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure à la moitié de la volatilité des principaux marchés boursiers nord-américains.

Le Fonds est tenu de payer des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative, sans tenir compte du seuil initial de 18,79 \$ par part. Les distributions sont établies d'après la valeur liquidative par part du Fonds à la fin du mois précédant la fin de chaque trimestre.

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.

Le dernier budget fédéral comprend une mesure visant à éliminer la règle sur les biens étrangers pour les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à impôt différé. Même si le Fonds a toujours rempli les conditions requises pour détenir des REER et des FERR, cette modification donne plus de latitude aux porteurs de parts dans le choix de leurs placements, puisque la limite de 30 % sur les biens étrangers ne s'applique plus.

Stratégie de placement

Le Fonds comprend des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui, selon le conseiller en placement, laissent présager d'excellents rendements ajustés en fonction du risque et dont les résultats passés ont une faible corrélation avec l'évolution des principaux marchés des actions et des titres de créance. En établissant la composition du portefeuille de couverture, le conseiller cherche des stratégies qui ont également une faible corrélation entre elles, ce qui accroît les avantages de la diversification et diminue la volatilité prévue. Bien que rien ne garantisse que le rendement ajusté au risque du Fonds sera fort, le conseiller est d'avis qu'en constituant un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, le Fonds devrait être en mesure d'obtenir des rendements peu variables et à faible corrélation avec l'évolution des principaux marchés boursiers et des marchés de titres à revenu fixe.

Le Fonds a recours à l'endettement parce qu'elle est d'avis qu'il constitue un moyen d'accroître le rendement de ses investissements. À des fins de placement, le Fonds peut emprunter jusqu'à concurrence de 25 % de son actif net et, afin de régler des opérations de couverture sur devises, de disposer de liquidités pour effectuer des distributions en espèces et de racheter des parts en vertu de ses programmes de rachat, il peut emprunter un montant additionnel correspondant à 10 % de son actif net. Plus le Fonds emprunte, plus le risque augmente pour les porteurs de parts, et une dépréciation des titres achetés au moyen des emprunts pourrait entraîner une baisse du rendement.

Le levier financier sur lequel s'appuyait le Fonds au 31 décembre 2004 pour effectuer des placements s'établissait à 20,97 % (23,22 % au 31 décembre 2003).

Procédé de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement du Fonds sont validés par la mise en oeuvre d'un procédé de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, le Fonds doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller. La capacité du conseiller de procurer aux épargnants un bon rendement est tributaire d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par le Fonds. En plus d'effectuer à l'interne toutes ses recherches sur les placements, le conseiller a également élaboré à l'interne ses logiciels de négociation, de gestion des risques et de comptabilité.

Le conseiller 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 Fonds pourrait investir. Ce processus exclusif de sélection fait partie intégrante de la stratégie du conseiller visant à accroître la valeur au fil du temps et il comprend les étapes suivantes :

1. La création d'un ensemble à volets multiples de principes en matière de

placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes d'investissement ont évolué et continuent d'évoluer parallèlement à l'expérience qu'acquiert le conseiller en matière de placement dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et de gestion de stratégies complexes visant des instruments dérivés.

2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie nécessaire à la gestion de stratégies peu réactives au marché et de stratégies d'instruments dérivés de haute technicité. Le conseiller a réuni une équipe de professionnels en matière de placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de risques essentiels à la gestion d'un fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haute technicité.
3. Une recherche mondiale progressive de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes et aux critères en matière de placement du conseiller et du Fonds quant à la faible réactivité au marché et aux rendements élevés ajustés en fonction du risque. La recherche du conseiller vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une expertise dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes en matière de placement du conseiller et aux objectifs du Fonds.
5. L'utilisation de procédures quantitatives spécifiques qui font partie intégrante de la méthode d'investissement du conseiller, notamment l'examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de montage de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les essais de scénarios.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, notamment des évaluations du gestionnaire de fonds de couverture comportant des entrevues menées sur place, des évaluations mensuelles de portefeuilles et diverses références sectorielles. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire d'un fonds de couverture et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel d'un gestionnaire de fonds de couverture, son équipe de professionnels en placement et ses plans d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 13 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.

8. Enfin, un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller ne recommande un placement. Ce processus comprend généralement de nombreuses entrevues menées sur place par des professionnels en placement du conseiller, un rapport de contrôle préalable complet de la stratégie et de l'exploitation, une révision 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 de couverture au portefeuille du Fonds. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire du fonds de couverture, de multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et une justification mensuelle du rôle du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller.

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 prises sous réserve des directives et des restrictions des clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, 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.

Portefeuille et activités de placement

Le Fonds investit dans des fonds de couverture qui misent sur les 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 spéciaux 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 13 stratégies de placement différentes et 45 fonds de couverture. Quelques-unes de ces stratégies de placement sont utilisées par les fonds multistratégies. Les fonds de couverture dans lesquels le Fonds investit sont établis dans des territoires étrangers et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) américains ou internationaux.

Au cours de l'exercice, le Fonds a effectué des placements dans 12 nouveaux fonds de couverture et a racheté les placements de 9 fonds de couverture (placements effectués dans 12 nouveaux fonds de couverture et placements rachetés dans 11 autres fonds de couverture pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003).

Au 31 décembre 2004, le Fonds était constitué de 45 fonds de couverture (42

fonds de couverture au 31 décembre 2003) et comptait 41 gestionnaires (35 gestionnaires au 31 décembre 2003) appliquant 13 stratégies de placement peu réactives au marché ou de couverture, toutes distinctes. La vaste gamme de placements dans des fonds de couverture assure une grande diversification, grâce à laquelle le Fonds s'efforce d'atteindre ses objectifs de rendement par rapport au risque et d'indépendance par rapport au marché.

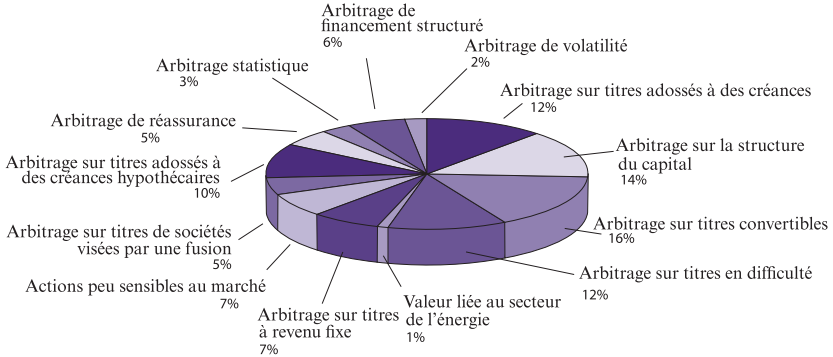
Depuis son dernier rapport aux porteurs de parts, le Fonds a remanié certaines stratégies en fonction des stratégies de placement recherchées par certains des fonds de couverture de son portefeuille.

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Placements dans des fonds de couverture

Stratégie	31 décembre 2004			31 décembre 2003		
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur		Nombre de fonds de couverture	Juste valeur	
Arbitrage sur titres adossés à des créances	5	9 529 640 \$	11%	5	10 140 245 \$	12%
Arbitrage sur la structure du capital	4	9 046 341	11%	3	6 224 097	7%
Arbitrage sur titres convertibles	5	8 565 356	11%	6	13 148 567	15%
Arbitrage sur titres en difficulté	3	8 676 560	11%	2	7 274 011	8%
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	668 131	1%	0	-	0%
Arbitrage sur titres à revenu fixe	4	5 545 607	7%	3	6 711 900	8%
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	2 257 182	3%	1	1 134 992	1%
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	8 588 611	11%	3	6 998 041	8%
Multistratégies	12	18 237 845	22%	11	20 533 090	23%
Arbitrage de réassurance	1	4 212 276	5%	1	5 147 443	6%
Arbitrage statistique	1	2 011 913	2%	3	4 442 908	5%
Arbitrage de financement structuré	3	4 122 177	5%	3	5 281 192	6%
Arbitrage de volatilité	0	-	0%	1	1 109 983	1%
	45	81 461 639 \$	100%	42	88 146 469 \$	100%
Montant du règlement au titre des contrats à terme de devises		166 264			(118 177)	
		81 627 903 \$			88 028 292 \$	

Le graphique ci dessous illustre la répartition des fonds de couverture par stratégie au 31 décembre 2004. Les fonds de couverture multistratégies sont répartis dans plus d'une catégorie, pour refléter les différentes stratégies utilisées.



Le tableau qui suit présente la plus forte concentration de fonds de couverture par stratégie de placement en pourcentage de la valeur de l'actif net du Fonds au 31 décembre 2004 et au 31 décembre 2003.

Stratégie	31 décembre 2004	31 décembre 2003
Arbitrage sur titres adossés à des créances	4,65 %	4,17 %
Arbitrage sur la structure du capital	4,08 %	3,05 %
Arbitrage sur titres convertibles	2,91 %	4,48 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5,67 %	5,26 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	0,87 %	-
Arbitrage sur titres à revenu fixe	3,37 %	3,15 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1,50 %	1,35 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	3,32 %	2,99 %
Multistratégies	3,62 %	3,16 %
Arbitrage de réassurance	2,11 %	5,11 %
Arbitrage statistique	2,61 %	2,57 %
Arbitrage de financement structuré	1,78 %	2,91 %
Arbitrage de volatilité	-	1,34 %

Profil de risque

Le tableau ci-dessous dresse l'information concernant le profil de risque du Fonds et des placements du Fonds dans les fonds de couverture pour les périodes allant de l'établissement du Fonds jusqu'aux 31 décembre 2004 et 2003 ainsi que pour les trimestres terminés à ces dates.

Statistiques du Fonds	Depuis l'établissement du Fonds au		Depuis l'établissement du Fonds au	
	31 décembre 2004		31 décembre 2003	
Nombre de rendements mensuels positifs	69		61	
Nombre de rendements mensuels négatifs	20		16	
Pourcentage des mois négatifs	22,5 %		20,8 %	
Rendement moyen des mois négatifs	-1,26 %		-1,49 %	
Rendement mensuel le plus bas	-11,78 % (Aug/98)*		-11,78 % (Aug/98)*	

Statistiques des fonds de couverture	Trimestres terminés les		Exercices terminés	
	31 décembre		31 décembre	
	2004	2003	2004	2003
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif (1)	38	36	40	35
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif (1)	7	6	5	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture (2)	3,60 %	5,18 %	3,60 %	5,18 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture (3)	0,179	0,087	0,179	0,087

(1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2004 et au 31 décembre 2003, respectivement.

(2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2004 et au 31 décembre 2003, respectivement, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

(3) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2004 et au 31 décembre 2003, respectivement, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

* La crise de l'endettement en Russie s'est produite en août 1998 et son incidence a touché de nombreux investisseurs. Pour le mois d'août, l'indice S&P avait affiché un rendement de -14,46 % et l'indice TSX, un rendement de -20,41 %.

Examen des résultats financiers

Rendement

Comme ce fut le cas pour les exercices précédents, le rendement du Fonds a été positif pour l'exercice 2004, soit 5,00 % (10,00 % en 2003), compte tenu des distributions payées au cours de l'exercice. Les stratégies fondées sur l'arbitrage sur titres adossés à des créances, l'arbitrage sur titres en difficulté et la valeur liée au secteur de l'énergie ont été la clé du succès du Fonds pour 2004. Dans l'ensemble, les résultats de 2004 ont diminué par rapport à ceux de 2003, partiellement en raison des coûts de 1 310 811 \$ liés à la tenue de l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts le 19 avril 2004.

Le Fonds n'a pas pu tirer profit de son programme de rachat et d'annulation d'actions, étant donné qu'au cours de l'exercice 2004, les parts du Fonds n'ont pas été négociées au-dessous de 92,5 % de la valeur liquidative. Ce programme n'a pas contribué au rendement global de 2004 (0,22 % pour 2003).

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003.

Stratégie	Exercices terminés les 31 décembre	
	2004	2003
Arbitrage sur titres adossés à des créances	15,45 %	14,72 %
Arbitrage sur la structure du capital	5,96 %	27,58 %
Arbitrage sur titres convertibles	0,72 %	9,20 %
Arbitrage sur titres en difficulté	11,23 %	20,96 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	11,22 %	-
Arbitrage sur titres à revenu fixe	-1,83 %	1,75 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	8,89 %	6,05 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	3,92 %	0,77 %
Multistratégies	8,14 %	8,19 %
Arbitrage de réassurance	2,93 %	10,90 %
Arbitrage statistique	2,01 %	3,39 %
Arbitrage de financement structuré	3,70 %	15,74 %
Arbitrage de volatilité	-3,86 %	-18,55 %

Valeur liquidative et prix par part

La valeur des placements détenus par le Fonds subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller, du gérant et du Fonds. 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 fournie par les administrateurs ou les gestionnaires de ces fonds de couverture sous-jacents. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part du Fonds est calculée et présentée tous les mois. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2004, la valeur liquidative par part du Fonds a oscillé entre 14,73 \$ et 16,27 \$ (entre 15,81 \$ et 19,54 \$ pour 2003), compte tenu des distributions. La diminution des valeurs liquidatives par part en 2004 par rapport à celles de 2003 découle des distributions importantes enregistrées au 31 décembre 2003.

La valeur marchande des parts du Fonds est déterminée en fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 14,45 \$ et 16,44 \$ au cours de l'exercice 2004 (entre 16,00 \$ et 19,00 \$ en 2003). La fourchette de valeurs marchandes par part en 2004 a été plus faible, ce qui reflète la diminution des valeurs liquidatives enregistrée en 2004 en raison des distributions importantes inscrites au 31 décembre 2003.

Distributions

Au cours de l'exercice, le Fonds a effectué des distributions d'environ 1,85 \$ par part (soit des distributions totalisant 9 679 785 \$), contre des distributions de 5,08 \$ par part pour l'exercice 2003 (soit des distributions totalisant 26 606 800 \$).

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales sera établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. 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 payées 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 des distributions à des fins fiscales	Montant par part
31 mars 1998	22 avril 1998	Remboursement de capital	0,32 \$
30 juin 1998	21 juillet 1998	Remboursement de capital	0,37 \$
31 décembre 1999	31 janvier 2000	Remboursement de capital	0,57 \$
31 mars 2000	14 avril 2000	Remboursement de capital	0,97 \$
30 juin 2000	14 juillet 2000	Remboursement de capital	0,88 \$
29 septembre 2000	13 octobre 2000	Remboursement de capital	0,73 \$
29 décembre 2000	12 janvier 2001	Remboursement de capital	0,31 \$
30 mars 2001	17 avril 2001	Remboursement de capital	0,92 \$
29 juin 2001	17 juillet 2001	Remboursement de capital	0,84 \$
28 septembre 2001	19 octobre 2001	Remboursement de capital	0,41 \$
28 mars 2002	19 avril 2002	Remboursement de capital	0,07 \$
28 juin 2002	19 juillet 2002	Remboursement de capital	0,48 \$
30 septembre 2002	18 octobre 2002	Remboursement de capital	0,08 \$
31 décembre 2002	17 janvier 2003	Remboursement de capital	0,45 \$
31 mars 2003	16 avril 2003	Remboursement de capital	0,00637 \$
		Revenu net	0,62166 \$
		Gain matérialisé	0,12197 \$
			0,75000 \$
30 juin 2003	22 juillet 2003	Remboursement de capital	0,00527 \$
		Revenu net	0,51391 \$
		Gain matérialisé	0,10082 \$
			0,62000 \$
30 septembre 2003	24 octobre 2003	Remboursement de capital	0,00034 \$
		Revenu net	0,03316 \$
		Gain matérialisé	0,00650 \$
			0,04000 \$
31 décembre 2003	29 janvier 2004	Remboursement de capital	0,03119 \$
		Revenu net	3,04199 \$
		Gain matérialisé	0,59682 \$
			3,67000 \$
31 mai 2004	25 juin 2004	Remboursement de capital	0,00103 \$
		Revenu net	0,31897 \$
			0,32000 \$
30 juin 2004	29 juillet 2004	Remboursement de capital	0,00101 \$
		Revenu net	0,31545 \$
			0,31646 \$
30 septembre 2004	29 octobre 2004	Remboursement de capital	0,00099 \$
		Revenu net	0,30901 \$
			0,31000 \$
31 décembre 2004	28 janvier 2005	Remboursement de capital	0,00289 \$
		Revenu net	0,89711 \$
			0,90000 \$

Frais de gestion

Le Fonds verse au gérant des frais de gestion correspondant à 1,25 % de la valeur de l'actif net du Fonds. Ces frais sont cumulés et payés mensuellement.

Revenu net découlant des activités

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2004, le revenu net découlant des activités du Fonds s'est établi à 4 029 286 \$ (9 420 485 \$ en 2003). Conformément aux objectifs du Fonds, les gains et les pertes non matérialisés sur les placements dans les fonds de couverture ont été les principaux éléments du revenu tiré des activités. La baisse générale du revenu net découlant des activités enregistrée en 2004 s'explique par la diminution du rendement du Fonds et par les frais engagés en avril 2004 relativement à la tenue de l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts.

Le tableau qui suit présente les ratios de charges des exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003. 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 relatives aux charges du Fonds.

Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré	Exercices terminés les 31 décembre	
	2004	2003
Total des charges ^{(1) (2)}	3,31%	0,62%
Total des charges compte non tenu des coûts de l'assemblée extraordinaire ⁽²⁾	1,71%	0,62%
Total des charges comptenon tenu de l'intérêt sur l'emprunt et des commissions d'engagement ^{(1) (2)}	2,87%	0,22%

(1) Les ratios pour l'exercice terminé le 31 décembre 2004 comprennent les coûts rattachés à la circulaire d'information et à l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts qui a eu lieu le 19 avril 2004, lesquels se sont élevés à 1 310 811 \$. Ces coûts ont fait en sorte d'augmenter les ratios annualisés du l'exercice terminé le 31 décembre 2004 pour les porter à 1,60 %. Ces coûts ne devraient pas se reproduire.

(2) Les frais de gestion de la période comprise entre l'établissement du Fonds et le 31 mars 2004 ont été reportés. Ces frais ont ensuite fait l'objet d'une renonciation en date de l'assemblée extraordinaire du 19 avril 2004. Les frais de gestion ont été passés en charges à compter d'avril 2004. Les frais de gestion passés en charges au cours du l'exercice le 31 décembre 2004 se sont chiffrés à 825 494 \$. Ces frais ont fait en sorte d'augmenter les ratios annualisés de l'exercice terminé le 31 décembre 2004 pour les porter à 1,00 %.

Couverture des devises

Le Fonds utilise des contrats sur instruments dérivés afin de couvrir le risque de change lié aux placements libellés en dollars US. Une partie du passif du Fonds, libellé en dollars US, offre une couverture naturelle à l'actif libellé en dollars US.

L'incidence des opérations de change, compte tenu des activités de couverture du Fonds, est résumée dans le tableau qui suit :

	2004	2003
Opérations de change sur les placements dans des fonds de couverture libellés en dollars US :		
Perte nette matérialisée	(2 487 399) \$	(5 720 310) \$
Variation de la moins-value non matérialisée	(3 475 084)	(16 305 280)
Couverture contre le risque de change lié aux placements libellés en dollars US	6 760 577	21 016 325
Gain (perte) de change découlant de la couverture naturelle	673 116	3 104 974
Gain net (perte) de change	1 471 210 \$	2 095 709 \$

Achats aux fins d'annulation

Conformément à la convention de fiducie, le Fonds est tenu d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2 % des parts en circulation au cours d'un trimestre si le prix des parts destinées à la vente est inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part en cours à la fermeture des bureaux, à la date d'évaluation précédente.

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 annoncé son 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 en vertu de l'offre sont annulées.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2004, le Fonds n'a acheté aucune part aux fins d'annulation (106 800 parts totalisant 1 859 388 \$ en 2003) en vertu de ces programmes. Étant donné qu'aucune part n'a été annulée, aucun gain n'a été matérialisé par le Fonds (gain de 223 212 \$ en 2003). Ces programmes n'ont eu aucune incidence sur le rendement global de l'exercice 2004 (0,22 % en 2003).

Régime de réinvestissement des distributions

Le Fonds offre aux épargnants l'occasion d'adhérer à un régime de réinvestissement des distributions (le « régime »). Les épargnants peuvent ainsi acquérir des parts additionnelles du Fonds grâce au 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 la valeur liquidative. Si les parts du Fonds se négocient à un prix supérieur à la valeur liquidative, de nouvelles parts seront émises à un prix correspondant au montant le plus élevé entre la valeur liquidative et 95 % de la moyenne pondérée du cours des parts pour la période de cinq jours précédant l'émission des parts de trésorerie.

Au cours de l'exercice 2004, les parts de trésorerie achetées en vertu de ce régime se sont chiffrées à 6 026 parts, tandis que 1 877 parts ont été achetées sur le marché (3 964 parts ont été achetées sur le marché en 2003).

Le régime permet de participer à la croissance du Fonds. Les participants n'ont aucuns frais à payer pour adhérer au régime.

Si vous êtes un porteur de parts inscrit et que vous aimeriez participer au régime, veuillez remplir un formulaire d'adhésion et le faire parvenir au mandataire du régime, Compagnie Trust CIBC Mellon, C. P. 7010, succursale postale de la rue Adelaide, Toronto (Ontario) M5C 2W9, ou composer le 1 800 387-0825. Vous pouvez également vous procurer un formulaire d'adhésion auprès de votre courtier.

Si vous détenez des parts dans un compte auprès d'un courtier ou d'une institution financière, vous pouvez leur donner des directives pour que vos parts soient inscrites au régime.

Responsabilité de la direction

Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc., 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.

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 des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et sur le jugement. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour le Fonds sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.

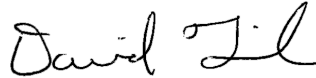
Les experts comptables du cabinet PricewaterhouseCoopers s.r.l. sont les vérificateurs externes du Fonds. Ils ont vérifié les états financiers conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada afin d'être en mesure d'exprimer, à l'intention des porteurs de parts, une opinion sur les états financiers. Leur rapport figure à la page 19.



Benita M. Warmbold, CA

Administratrice déléguée
et chef des finances

Northwater Fund
Management Inc.



David S. Finch, CFA

Vice-président

Northwater Fund
Management Inc.

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

Nous avons vérifié l'état des titres en portefeuille au 31 décembre 2004 et les états de l'actif net de Northwater Market-Neutral Trust (le « Fonds ») aux 31 décembre 2004 et 2003 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 nous fondant sur nos vérifications.

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

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière du Fonds aux 31 décembre 2004 et 2003 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.



Comptables agréés
Toronto, Ontario
Le 4 mars 2005

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

31 décembre 2004 et 2003

	2004	2003
Actif		
Encaisse et placements à court terme (coût : 15 679 518 \$ en 2004; 20 131 708 \$ en 2003)	15 749 322 \$	20 131 416 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût : 78 824 202 \$ en 2004; 82 227 807 \$ en 2003)	81 461 639	88 146 469
Rachats de fonds de couverture	939 803	13 163 788
Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 8)	166 264	-
	98 317 028	121 441 673
Passif		
Honoraires, frais de fiducie et droits de garde	138 101	64 879
Intérêts et commissions d'engagement	34 862	23 196
Distributions à payer	4 719 227	19 221 842
Emprunt bancaire (note 6)	16 192 417	19 225 073
Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 8)	-	118 177
	21 084 607	38 653 167
Actif net et capitaux propres (note 4)	77 232 421 \$	82 788 506 \$
Nombre de parts en circulation (note 4)	5 243 585	5 237 559
Valeur liquidative par part	14,73 \$	15,81 \$

Signé au nom du fiduciaire,

The Royal Trust Company

Per: 

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

Per: 

Evan Davies
Client Service Manager
RBC Global Services, IIS

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

Exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003

	2004	2003
Revenu de placement		
Intérêts	149 523 \$	84 559 \$
Autres revenus	-	30 928
	149 523	115 487
Charges		
Intérêts et commissions d'engagement	362 294	395 351
Frais de gestion (note 5)	825 494	-
Assemblée extraordinaire des porteurs de parts (note 5)	1 310 811	-
Honoraires, frais de fiducie et droits de garde	47 634	64 510
Autres frais	173 737	152 506
	2 719 970	612 367
Perte nette de placement	(2 570 447)	(496 880)
Gain matérialisé et non matérialisé (perte) sur les placements		
Gain net matérialisé (perte) sur les éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	4 934 664	16 627 154
Opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	(2 487 399)	(5 720 310)
Couverture contre le risque de change lié aux placements	6 760 577	21 016 325
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée des éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	193 859	(8 805 498)
Opérations de change liées aux placements dans des fonds de couverture	(3 475 084)	(16 305 280)
Gain net de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture		
	673 116	3 104 974
Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour l'exercice		
	6 599 733	9 917 365
Revenu net découlant des activités pour l'exercice		
	4 029 286 \$	9 420 485 \$
Revenu net découlant des activités par part pour l'exercice *		
	0,77 \$	1,80 \$

*Selon un nombre moyen de 5 241 474 parts en circulation pour l'exercice (5 237 559 en 2003).

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

Exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003

	2004	2003
Actif net au début de l'exercice	82 788 506 \$	101 834 209 \$
Revenu net découlant des activités pour l'exercice	4 029 286	9 420 485
Opérations sur les capitaux propres (note 4)		
Valeur liquidative des parts réinvesties	94 414	-
Valeur liquidative des parts annulées	-	(2 082 600)
Gain à l'annulation de parts	-	223 212
	94 414	(1 859 388)
Distributions aux porteurs de parts (note 7)		
Remboursement de capital	(31 011)	(226 142)
Provenant du gain net matérialisé	-	(4 326 795)
Provenant du revenu net	(9 648 774)	(22 053 863)
	(9 679 785)	(26 606 800)
Actif net à la fin de l'exercice	77 232 421 \$	82 788 506 \$
Distributions par part pour l'exercice *	1,85 \$	5,08 \$

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

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

Exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003

	2004	2003
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Revenu net découlant des activités	4 029 286 \$	9 420 485 \$
Éléments hors trésorerie :		
Gain net matérialisé sur les placements dans des fonds de couverture	(2 447 265)	(10 906 844)
Perte nette matérialisée (gain) sur des contrats à terme de devises	(284 441)	199 605
Variation de la plus-value non matérialisée des placements dans des fonds de couverture	3 281 225	25 110 778
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	84 888	26 453
Achat de placements dans des fonds de couverture	(23 555 882)	(46 944 412)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture	41 630 737	56 481 459
	<u>22 738 548</u>	<u>33 387 524</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Remboursement d'un emprunt bancaire	(3 032 656)	(6 029 868)
Distributions payées	(24 182 400)	(9 789 920)
Acquisition de parts	-	(1 859 388)
Émission de parts	94 414	-
	<u>(27 120 642)</u>	<u>(17 679 176)</u>
Augmentation (diminution) nette de l'encaisse et des placements à court terme		
	(4 382 094)	15 708 348
Encaisse et placements à court terme au début de l'exercice		
	20 131 416	4 423 068
Encaisse et placements à court terme à la fin de l'exercice		
	15 749 322 \$	20 131 416 \$
Informations supplémentaires :		
Intérêts versés	350 628 \$	394 784 \$

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille

31 décembre 2004

	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Valeur marchande/ juste valeur	Pourcentage du portefeuille de placement
Placements dans des fonds de couverture*					
Arbitrage sur titres adossés à des créances			8 352 200 \$	9 529 640 \$	9,79%
Arbitrage sur la structure du capital			9 301 028	9 046 341	9,29%
Arbitrage sur titres convertibles			9 337 278	8 565 356	8,80%
Arbitrage sur titres en difficulté			7 088 120	8 676 560	8,91%
Valeur liée au secteur de l'énergie			658 350	668 131	0,69%
Arbitrage sur titres à revenu fixe			6 089 695	5 545 607	5,69%
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion			2 340 082	2 257 182	2,32%
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires			8 491 466	8 588 611	8,82%
Multistratégies			16 651 374	18 237 845	18,73%
Arbitrage de réassurance			4 260 009	4 212 276	4,33%
Arbitrage statistique			1 792 313	2 011 913	2,07%
Arbitrage de financement structuré			4 462 287	4 122 177	4,22%
			78 824 202	81 461 639	83,66%
Montant de règlement à recevoir au titre des contrats à terme de devises (note 8)			-	166 264	17%
Placements dans des fonds de couverture			78 824 202	81 627 903	83,83%
Encaisse			2 669 431	2 669 431	2,73%
Bons du Trésor					
Canada*	11 mars 2005	1 321 650 \$	1 314 421	1 315 848	1,35%
Effets de commerce					
Export Dev. Corp.*	10 janvier 2005	4 205 250	4 142 168	4 202 517	4,32%
Key Nova Scotia Funding*	31 janvier 2005	1 201 500	1 199 037	1 199 109	1,23%
Plaza Trust Série 1*	5 janvier 2005	3 484 350	3 476 859	3 483 200	3,58%
Storm King Funding*	24 janvier 2005	2 883 600	2 877 602	2 879 217	2,96%
Encaisse et placements à court terme		13 096 350 \$	15 679 518 \$	15 749 322	16,17%
Total des placements				97 377 225	100,00%
Passif, moins les autres actifs				(20 144 804)	
Actif net et capitaux propres				77 232 421 \$	

Les placements à court terme détenus au 31 décembre 2004 ont un rendement se situant entre 2,27 % et 2,35 %.

* Ces placements sont libellés en dollars américains et ils ont été convertis en dollars canadiens au taux en vigueur à la fin de l'exercice.

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2003

1. Établissement et activités 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 convention de fiducie a été modifiée de nouveau par suite de l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts qui s'est tenue le 19 avril 2004. La Compagnie Trust Royal (« Trust Royal ») agit en qualité de fiduciaire. Le Fonds a commencé ses activités le 30 juillet 1997 à l'issue de 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 dissous vers le 31 décembre 2009 et l'actif net sera réparti au pro rata entre les porteurs de parts à moins d'une prorogation approuvée à la majorité des deux tiers des voix des porteurs de parts à une assemblée convoquée dans ce but. Le Fonds a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») en vertu d'un contrat de gestion daté du 18 juillet 1997.

Afin d'obtenir un rendement axé sur un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, couvert au Canada, les actifs du Fonds sont investis dans l'encaisse, les placements à court terme, les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et les contrats à terme sur devises.

2. Principales conventions comptables

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

(a) 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 »).

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

Les placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché sont évalués à la valeur définitive de l'actif net présentée par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur provisoire la plus récente de l'actif net déterminée selon les rendements préliminaires présentés par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme le gain ou la perte non matérialisés 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. 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 conclut des contrats à terme de devises négociés en Bourse afin de couvrir la valeur en dollars canadiens des titres en portefeuille et des passifs libellés en devises.

À la conclusion d'un contrat à terme, 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 l'état des résultats à titre de gains ou de pertes. Le montant de règlement à recevoir 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, tel qu'il est publié par la chambre de compensation appropriée de la Bourse, à chaque date d'évaluation. S'il n'y a pas de cours acheteur et vendeur, le gérant peut, de temps à autre, établir un prix représentant plus fidèlement la juste valeur, compte tenu de la valeur marchande courante de la participation sous-jacente. La valeur nominale d'un contrat à terme n'est pas comptabilisée à titre d'élément d'actif dans l'état de l'actif net.

(d) 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.

3. Placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché

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

Le tableau ci-dessous résume les opérations sur fonds de couverture effectuées au cours des exercices terminés les 31 décembre :

	2004	2003
Placements au début de l'exercice, au coût	82 227 807 \$	90 571 350 \$
Coût des placements acquis	23 555 882	46 944 412
Coût des placements vendus	(26 959 487)	(55 287 955)
Placements à la fin de l'exercice, au coût	78,824,202	82 227 807
Plus-value non matérialisée des placements	2 637 437	5 918 662
Valeur marchande des placements à la fin de l'exercice, au coût	81 461 639 \$	88 146 469 \$
Produit des placements vendus	2 406 752	66 194 799
Coût des placements vendus	(26 959 487)	(55 287 955)
Gain net matérialisé sur les placements	2 447 265 \$	10 906 844 \$

Les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui font partie du portefeuille du Fonds sont organisés comme des sociétés privées d'investissement domiciliées dans des territoires de compétence non américaine, qui comprennent essentiellement les Bermudes, les îles Caïmans et les Bahamas. Ces fonds de couverture à rendement peu réactif au marché sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants qui sont rémunérés pour leurs services par les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qu'ils gèrent. Cette rémunération comprend en général des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent entre 1 % et 2 % de la valeur des actifs par année, et une prime sur le rendement, se situant en général entre 10 % et 20 % du revenu net. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants de portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché n'est pas calculée ni présentée séparément par le Fonds, mais il en est plutôt tenu compte dans l'évaluation de chaque fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Les modal-

ités de rachat des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché variant, les préavis allant de 30 à 180 jours.

4. Parts émises et en circulation

Le capital autorisé du Fonds comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et correspondent à une participation égale indivise à 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.

Dans le cadre de l'offre publique de rachat dans le cours normal des activités du Fonds et de son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours, le Fonds n'a acheté aucune part au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2004 (106 800 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2003).

En vertu du régime de réinvestissement des distributions, 6 026 parts de trésorerie ont été émises au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2004, tandis que 1 877 parts ont été achetées sur le marché (3 964 parts ont été achetées sur le marché durant l'exercice terminé le 31 décembre 2003).

Les opérations sur les parts suivantes ont eu lieu au cours des exercices pertinents terminés les 31 décembre :

	2004	2003
Solde des parts en circulation au début de l'exercice	5 237 559	5 344 359
Parts émises au cours de l'exercice	6 026	-
Parts annulées au cours de l'exercice	-	(106 800)
Solde des parts en circulation à la fin de l'exercice	5 243 585	5 237 559

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les opérations suivantes portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) ont été conclues au cours des exercices pertinents terminés les 31 décembre :

	2004	2003
Capital social au début de l'exercice	111 051 963 \$	112 911 351 \$
Parts émises aux fins de distribution	94,414	-
Coût des parts annulées	-	(1 859 388)
Capital social à la fin de l'exercice	111 146 377 \$	111 051 963 \$

	2004	2003
Bénéfices non répartis (déficit) au début de l'exercice	(28 263 457) \$	(11 077 142) \$
Revenu net découlant des activités pour l'exercice	4 029 286	9 420 485
Distributions aux porteurs de parts	(9 679 785)	(26 606 800)
Bénéfices non répartis (déficit) à la fin de l'exercice	(33 913 956) \$	(28 263 457) \$

5. Frais de gestion

Northwater Fund Management Inc., le gérant, assume l'administration courante du Fonds, la gestion du portefeuille et les services aux porteurs de parts du Fonds. En contrepartie de ces services, le gérant touche des frais 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 mois. Les frais de gestion sont payés mensuellement à terme échu. Le gérant versera une partie de ses honoraires au conseiller, en contrepartie de la prestation de services au Fonds.

En date du 19 avril 2004, date à laquelle s'est tenue l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts, le gérant a renoncé à la totalité des frais reportés pour la période comprise entre l'établissement du Fonds et le 31 mars 2004. Les frais de gestion cumulés au 31 mars 2004, qui ont par la suite fait l'objet d'une renonciation, s'élevaient à 9 877 307 \$, soit 1,88 \$ par part. Le gérant versera une partie de ses honoraires au conseiller, en contrepartie de la prestation de services au Fonds. Les frais liés à la circulaire d'information et à l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts qui a eu lieu le 19 avril 2004 se sont élevés à 1 310 811 \$.

Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller ») agit à titre de conseiller du Fonds. Le conseiller 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 enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée Investment Advisers Act of 1940, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur

marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée Commodity Exchange Act, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la « NFA »).

6. Emprunt bancaire

Le Fonds a une facilité de prêt renouvelable avec un établissement financier canadien (la « banque »). Aux termes de la 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 en vue d'effectuer des placements supplémentaires. De plus, le Fonds peut emprunter temporairement un montant correspondant à au plus 10 % de la valeur de son actif net afin i) d'effectuer des achats de parts sur le marché, ii) de maintenir des liquidités pour faire des distributions en espèces et iii) de régler des opérations de couverture sur les devises. L'évaluation des limites d'emprunt pour les emprunts en dollars US est réalisée en convertissant ces emprunts en dollars canadiens au taux de change 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, ou sur les deux pour les fonds en dollars canadiens, et sur le taux préférentiel ou sur le TIOL, ou sur les deux, pour les fonds en dollars américains. Un nantissement général de l'actif du Fonds a été donné à la banque. Les emprunts impayés pour le trimestre sont libellés en dollars canadiens et en dollars américains.

En raison de l'échéance rapprochée de l'emprunt bancaire, son coût avoisine sa valeur marchande.

7. Distributions

Le Fonds paie aux porteurs de parts des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative par part (0,40 \$ avant le 19 avril 2004), telle qu'elle s'établit à la fin du mois précédant chaque trimestre civil. Avant le 19 avril 2004, des distributions étaient payées dans la mesure où la valeur liquidative par part, compte tenu de la distribution, demeurait supérieure à la valeur liquidative par part initiale au 30 juillet 1997, soit 18,79 \$.

Au cours de l'exercice terminé le décembre 2004, le Fonds a effectué des distributions de 1,85 \$ par part, pour un montant global de 9 679 785 \$ (5,08 \$ par part, pour un montant global de 26 606 800 \$, en 2003).

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

8. Contrats à terme

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

Au 31 décembre 2004, des effets de commerce d'une valeur nominale de 1 100 000 \$ US (1 300 000 \$ US au 31 décembre 2003) ont été remis comme dépôt de garantie relativement à des contrats à terme.

Au 31 décembre 2004, le Fonds détenait les contrats à terme de devises suivants :

	Prix de clôture	Valeur notionnelle des contrats	Montant de règlement à recevoir au titres des contrats à terme de devises
814 contrats à terme en dollars canadiens, mars 2005	83 22 \$ US	67 741 080 \$ US	
		81 390 908 \$ CA	166 264 \$ CA

9. Impôts sur le revenu

Le Fonds est admissible à titre de « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Étant donné que le revenu 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 en vertu des dispositions actuelles contenues dans la Loi de l'impôt. Ce revenu est imposable entre les mains du porteur de parts. Le Fonds effectue, de temps à autre, des distributions de revenu plus élevées que le revenu gagné 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 à l'égard de l'impôt.

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

Au 31 décembre 2004, le Fonds ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital (néant en 2003) et disposait de reports de pertes en capital de 529 444 \$ (néant en 2003).

10. Indemnités

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

- 1) en priorité devant 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;
- 3) une indemnité payable au courtier de contrats à terme du Fonds relativement à toute perte et à tous les frais et frais juridiques qui peuvent être raisonnablement contractés par le courtier dans la négociation de contrats à terme du Fonds;
- 4) une indemnité payable au gérant du Fonds à l'égard de toute réclamation et de tous les frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'exécution de ses responsabilités et à l'égard de tous les autres frais, charges ou dépenses liées aux activités du Fonds que le gérant peut payer ou engager;
- 5) 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 une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs du Fonds; et
- 6) une indemnité payable à son démarcheur pour l'assemblée des porteurs de parts du Fonds du 19 avril 2004 à l'égard des pertes, des charges, des réclamations, des poursuites, des dommages et obligations découlant de poursuites, des actions en justice, des procédures judiciaires, des enquêtes ou des réclamations intentés par toute personne qui découleraient de cet engage-

ment ou qui seraient fondés, directement ou indirectement, sur celui-ci.

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 indemnisations conclues par le Fonds peuvent avoir une durée illimitée. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée à de telles 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 est un conseiller en placement établi au Canada reconnu comme un innovateur et un chef de file dans l'application de stratégies quantitatives, notamment à l'égard d'instruments dérivés, en vue de créer des produits d'investissement de haute technicité. Northwater a été constituée le 4 janvier 1989 sous la dénomination « Newcastle Capital Management Inc. », puis a fusionné avec des entités apparentées le 4 juillet 1994 et le 31 juillet 2001 pour créer Northwater. Au 31 décembre 2004, Northwater gérait des actifs totalisant environ 10,2 G\$, dont des actifs de 4,5 G\$ de fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, ce qui fait de Northwater, d'après celle-ci, le plus important fournisseur de sa catégorie au Canada et l'un des plus importants au monde. Northwater a des bureaux à Toronto et à New York.

Northwater s'occupe de gestion d'actifs au moyen d'instruments dérivés depuis 1989. Northwater a lancé son premier fonds de fonds de couverture en 1994, créant NewQuant Trust I (anciennement Alpha Star Trust), le premier véhicule de placement du genre au Canada selon le conseiller. 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.

Parmi les clients de Northwater, on compte les caisses de retraite de bon nombre des plus importantes sociétés au Canada, notamment des filiales canadiennes d'un certain nombre de sociétés du Fortune 500. À l'heure actuelle, Northwater est gérant ou conseiller d'un certain nombre d'autres fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché pour ses clients européens, américains et canadiens. Northwater agit également en cette qualité auprès d'un certain nombre d'investisseurs institutionnels avertis américains et européens, ainsi qu'auprès de fonds de retraite et de fonds de dotation d'un grand nombre d'universités et d'autres institutions du secteur public.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Bureau 4700, BCE Place
Bay Wellington Tower
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

GESTIONNAIRE DES PLACEMENTS

Northwater Fund Management Inc.
Bureau 4700, BCE Place
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLER EN PLACEMENT

Northwater Capital Management Inc.
Bureau 4700, BCE Place
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T2
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault LLP
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

Compagnie Trust CIBC Mellon
C. P. 7101
Succursale postale de la rue Adelaide
Toronto (Ontario) M5C 2W9
Téléphone : 1 800 387-0825

POUR DE PLUS AMPLES INFORMATIONS,
VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :

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.



