

NORTHWATER

Northwater Market-Neutral Trust
31 décembre 2005
Rapport annuel





HISTORIQUE

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est un fonds de placement à capital fixe établi en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers du Fonds de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport annuel de la direction sur le rendement de la Fiducie . .	4
Informations supplémentaires	13
Régime de réinvestissement des distributions	23
Responsabilité de la direction	24
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	25
Northwater Capital Management Inc.	43

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

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe, dont les parts sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN, qui offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Au 31 décembre 2005, la valeur liquidative de la Fiducie par part se chiffrait à 13,88 \$. Pour l'exercice, la valeur liquidative par part a augmenté de 2,21 %. Au cours de l'exercice 2005, l'Indice obligataire universel Scotia Capitaux a progressé de 6,46 %, l'indice composé S&P/TSX, de 24,13 % et l'indice S&P 500, de 4,91 % en dollars américains, ce qui correspond à un gain de 1,82 % en dollars canadiens, étant donné que le dollar américain a perdu de sa valeur au cours de l'exercice. La Fiducie a effectué des distributions de 1,16 \$ au cours de l'exercice.

Le Federal Open Market Committee des États-Unis a poursuivi sa politique de resserrement monétaire au cours de l'exercice, les données économiques solides et la hausse des prix de l'énergie ayant exacerbé la crainte d'une inflation. La Banque du Canada a augmenté son taux directeur aux trois dernières dates prévues en 2005. Ces hausses ont eu une forte incidence sur les taux à court terme et ont entraîné un aplatissement de la courbe de rendement au Canada et aux États-Unis.

Le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de la Fiducie a affiché de modestes rendements en 2005. Les stratégies d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires, d'arbitrage de financement structuré, d'arbitrage sur titres adossés à des créances et d'arbitrage sur titres en difficulté ont généré des rendements élevés durant l'exercice. Les résultats vigoureux de ces stratégies d'arbitrage, qui représentent plus de 40 % du portefeuille, ont été obtenus grâce à l'expertise des gestionnaires, combinée aux nouvelles occasions de placement et à un marché de crédit équilibré. Les gestionnaires des fonds multistratégies ont grandement contribué au rendement du portefeuille grâce à leur savoir-faire polyvalent et à leur capacité à saisir les occasions de placement au moment opportun.

L'arbitrage de réassurance a eu une incidence négative sur le rendement de la Fiducie durant l'exercice en raison des pertes attribuables aux ouragans Katrina, Rita et Wilma. Mais vu l'augmentation de la tarification dans le domaine de la réassurance consécutive à la saison des ouragans de l'année dernière, nous avons maintenu notre pondération dans cette stratégie. Les fonds de valeur liée au secteur de l'énergie et les stratégies d'arbitrage statistique ont également affiché un rendement négatif en 2005.

Nous continuons à réduire la pondération dans les stratégies traditionnelles comme les stratégies d'arbitrage sur titres convertibles, d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et d'arbitrage sur titres à revenu fixe pour favoriser plutôt les stratégies d'arbitrage de financement structuré et d'arbitrage sur titres en difficulté.

Northwater recherche continuellement de nouveaux fonds dans des secteurs non traditionnels de l'industrie des fonds de couverture ainsi que des gestionnaires dont les compétences sont éprouvées et qui possèdent une expertise des opérations de couverture dans les fonds engagés et les fonds à stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie.

En 2005, Northwater a continué à gérer activement le portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Au cours de l'exercice, 13 fonds ont été retirés en raison d'une baisse du rendement produit par leurs stratégies et de l'inefficacité de la mise en oeuvre de ces stratégies. Quinze nouveaux fonds ont été ajoutés aux stratégies qui sont largement représentées dans le portefeuille. Northwater vise toujours l'amélioration du portefeuille de fonds de couverture en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui appliquent des stratégies à rendement peu réactif au marché censées dégager des rendements ajustés en fonction du risque solides et conformes aux objectifs de placement.



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



PETER B. SCHENDEL, CFA
Vice-président
Northwater Capital Management Inc.

Le 28 février 2006

RAPPORT ANNUEL DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DE LA FIDUCIE

Le présent rapport annuel de la direction sur le rendement de la Fiducie contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers annuels complets du fonds de placement. Un exemplaire des états financiers annuels du fonds de placement est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent également obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration du fonds de placement, du dossier de vote par procuration et de l'information trimestrielle en composant le numéro sans frais 1 888 429-8774, en écrivant à Northwater Fund Management Inc., bureau 4700, BCE Place, Bay Wellington Tower, 181, rue Bay, C.P. 794, Toronto (Ontario) M5J 2T3 ou en consultant notre site Web à l'adresse www.northwatercapital.com ou SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Objectifs de placement et stratégie

Les objectifs de placement de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») s'établissent comme suit :

1. une distribution trimestrielle équivalente à 2 % de la valeur liquidative par part du Fonds à la fin du mois précédant la fin du trimestre civil en question;
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.

La Fiducie comprend des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui, selon Northwater Capital Management (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 en placement cherche des stratégies qui ont également une faible corrélation entre elles, mesure qui accroît les avantages de la diversification et diminue la volatilité prévue. Bien que rien ne garantisse que le rendement ajusté au risque de la Fiducie sera élevé, le conseiller en placement est d'avis qu'en constituant un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, la Fiducie devrait être en mesure d'obtenir des rendements peu variables et à faible corrélation avec l'évolution des principaux marchés boursiers et des marchés à revenu fixe.

La Fiducie 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, la Fiducie peut emprunter jusqu'à concurrence de 25 % de son actif net, et afin de racheter des parts en vertu de ses programmes de rachat, de disposer de liquidités pour effectuer des distributions au comptant et de régler des opérations de couverture sur devises, elle peut emprunter un montant additionnel correspondant à 10 % de son actif net. Plus la Fiducie emprunte, plus le risque n'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 la Fiducie au 31 décembre 2005 pour effectuer des placements s'établissait à 21,90 % (20,97 % au 31 décembre 2004).

Risques

Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus de la Fiducie, dont on peut se procurer un exemplaire en consultant le site de SEDAR à l'adresse www.sedar.com. La liste ci-dessous présente les principaux risques auxquels la Fiducie est exposée.

1. aucune garantie quant à l'atteinte des objectifs de placement et aux taux de rendement
2. fluctuation de la valeur de l'actif net de la Fiducie et du cours des parts
3. dépendance envers Northwater Capital Management Inc., le conseiller en placement
4. conflits d'intérêts potentiels avec le conseiller en placement
5. risque d'investissement global
6. fluctuation du prix des parts ou des actions des fonds de couverture extraterritoriaux et évolution du marché de ces titres
7. illiquidité des titres
8. droits légaux et droits de résolution et sanctions civiles
9. responsabilité des porteurs de parts
10. frais liés aux placements
11. conformité et systèmes de gestion des risques
12. incidence négative éventuelle de la législation sur les fonds de couverture
13. statut de la Fiducie

14. effet de levier financier
15. rendement et négociabilité du portefeuille de fonds de couverture
16. aucune garantie quant à la faible réactivité au marché
17. taux de rotation
18. placements internationaux
19. risque lié au cocontractant
20. risques liés aux contrats à terme sur marchandises
21. couverture de change
22. concurrence
23. histoire de l'ensemble du marché
24. incidence négative éventuelle de la législation sur les fonds de couverture
25. indemnisation par le Fonds des fonds de couverture

Résultats

Pour 2005, la Fiducie a affiché un rendement de 2,21 % compte tenu des distributions faites au cours de l'exercice, qui ont totalisé 6 066 507 \$ ou 1,16 \$ par part.

En 2005, la Fiducie a effectué des placements dans 15 fonds de couverture (comprenant quatre fonds à stratégie de financement structuré, trois fonds à stratégie d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds à stratégie d'arbitrage de réassurance, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds à stratégie d'arbitrage statistique, un fonds multistratégies, un fonds à stratégie d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds engagé et deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances). Le Fonds a racheté des placements auprès de 13 fonds de couverture (comprenant deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres convertibles, un fonds à stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances, un fonds à stratégie de financement structuré, deux fonds à stratégie d'arbitrage statistique, trois fonds multistratégies, deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres à revenu fixe et un fonds à stratégie d'arbitrage sur la structure du capital).

Au 31 décembre 2005, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 13 500 000 \$ US sous forme d'une facilité d'emprunt renouvelable avec une institution financière canadienne. Au 31 décembre 2005, le levier financier s'établissait à 21,90 % (20,97 % au 31 décembre 2004). La Fiducie a recours à l'endettement parce qu'elle est d'avis qu'il constitue un moyen d'accroître le rendement de ses investissements.

Opérations entre apparentés

Northwater Fund Management Inc., le gérant, est responsable de l'administration courante, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts de la Fiducie. En contrepartie de ces services, la Fiducie paye au gérant des frais de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net de la Fiducie calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois. Les frais de gestion sont payés mensuellement à terme échu. En contrepartie de conseils en placement prodigués à la Fiducie par Northwater Capital Management Inc., conseiller en placement, le gérant peut verser à cette dernière une partie de ses honoraires. Les frais de gestion se sont chiffrés à 1 010 270 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, et le montant que la Fiducie devait payer au 31 décembre 2005 s'établissait à 172 273 \$.

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices. Ces informations sont tirées des états financiers annuels vérifiés de la Fiducie.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

	<u>2005</u>	<u>2004</u>	<u>2003</u>	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Valeur liquidative au début de l'exercice	14,73 \$	15,81 \$	19,05 \$	18,59 \$	18,81 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :					
Total des revenus	0,04	0,03	0,02	0,03	0,05
Total des charges	(0,35)	(0,52)	(0,12)	(0,15)	(0,29)
Gain réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	0,28	1,83	6,69	1,21	1,51
Gain non réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	0,33	(0,57)	(4,79)	0,36	0,62
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾	0,29	0,77	1,80	1,45	1,89
Distributions					
Du revenu de placement (sauf les dividendes) . . .	0,35948	0,00592	4,21072	—	—
Des gains en capital	—	—	0,82611	—	—
Remboursement de capital	0,80052	1,84054	0,04317	1,08	2,17
Distributions annuelles totales ²⁾	1,16	1,84646	5,08000	1,08	2,17
Valeur liquidative aux 31 décembre	13,88 \$	14,73 \$	15,81 \$	19,05 \$	18,59 \$

- 1) La valeur liquidative et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de l'exercice.
- 2) Les distributions ont été versées en trésorerie.
- 3) Le tableau sur la valeur liquidative par part de la Fiducie ci-dessus n'a pas pour fonction d'établir une continuité entre la valeur liquidative par part au début de l'exercice et la valeur liquidative par part à la fin de l'exercice.

Ratios et données supplémentaires

	2005	2004	2003	2002	2001
Actif net (en milliers de dollars) ¹⁾ . . .	71 507 \$	77 232 \$	82 788 \$	101 834 \$	105 773 \$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	5 150 015	5 243 585	5 237 559	5 344 359	5 689 659
Ratio des frais de gestion ²⁾ . . .	7,08 %	7,94 %	5,25 %	5,43 %	6,13 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou prises en charge ²⁾	7,08 %	7,94 %	5,25 %	5,43 %	6,13 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	40,56 %	26,96 %	42,44 %	18,76 %	27,87 %
Ratio des frais d'opération ⁴⁾ . .	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins du rachat des titres aux 31 décembre	12,55 \$	15,06 \$	16,10 \$	17,34 \$	17,85 \$

1) Données aux 31 décembre des exercices indiqués.

2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne à la fin du mois au cours de l'exercice. Il est à noter que le ratio des frais de gestion non seulement comprend les charges de la Fiducie et du Fonds, mais tient aussi compte des charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents inclus dans les ratios ci-dessus pour les exercices 2005, 2004, 2003, 2002 et 2001 se chiffre a fait en sorte d'augmenter de 4,63 % le ratio de chaque exercice.

Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investit, selon leurs états financiers annuels vérifiés. Les ratios des frais de gestion des exercices 2001 à 2005 ont été calculés au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice 2004, ces données correspondant aux informations vérifiées les plus récentes disponibles. Les frais ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par la Fiducie à la fin des exercices visés. Les fonds de couverture dont la fin d'exercice n'est pas le 31 décembre n'ont pas été pris en compte dans le calcul du ratio des frais de gestion. Les frais de rendement engagés par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'un exercice à l'autre, et ces variations sont attribuables à des facteurs tels que les conditions du marché, la stratégie de placement et le rendement obtenu par les gestionnaires. Par conséquent, les ratios des frais de gestion des fonds sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ces fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice en question.

3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation au cours d'un exercice est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés pour l'exercice, et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital imposables pour l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement d'un fonds.

4) Le ratio des frais d'opération représente le total des commissions et des autres frais d'opération de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de l'exercice.

Frais de gestion

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a facturé à Northwater Fund Management Inc. des honoraires de gestion de 1 010 270 \$. Ces honoraires sont calculés selon un pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie, soit 1,25 % par année, à la fermeture des bureaux à chaque date d'évaluation de fin de mois. Northwater Fund Management Inc. est responsable de l'administration courante, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts de la Fiducie.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, une portion des honoraires de gestion reçus de la Fiducie a servi à payer Northwater Capital Management Inc. pour les services de conseils en placement qu'elle fournit à la Fiducie.

Rendement passé

Information d'ordre général

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

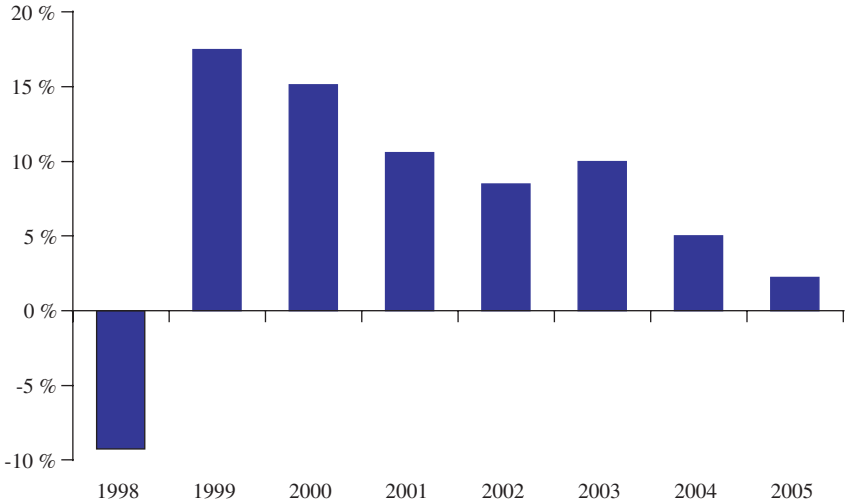
- a) L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par le fonds de placement pour les exercices indiqués ont été réinvesties dans d'autres titres du fonds de placement.
- b) L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente, et de distribution ou de tous frais optionnels qui auraient réduit le rendement.
- c) Le rendement passé du fonds de placement n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

Rendement annuel

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

- a) Le graphique illustre le rendement annuel du fonds de placement pour chaque année indiquée et présente la variation de son rendement d'une année à l'autre.

- b) Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de l'exercice, d'un placement que vous auriez effectué le premier jour de l'exercice.



Rendements composés annuels

Le graphique ci-après compare le rendement composé annuel passé de la Fiducie pour les exercices indiqués au rendement de divers indices boursiers.

	<u>Depuis l'établissement*</u>	<u>Cinq derniers exercices</u>	<u>Trois derniers exercices</u>	<u>Exercice précédent</u>
Northwater Market-Neutral				
Trust	6,92 %	7,21 %	5,69 %	2,21 %
Indice composé S&P/TSX	7,81 %	6,63 %	21,66 %	24,13 %
Indice des bons du Trésor à 91 jours Scotia Capital	3,72 %	3,00 %	2,60 %	2,58 %
Indice obligataire univers Scotia Capital	6,85 %	7,42 %	6,77 %	6,46 %

* La Fiducie a été établie le 30 juillet 1997.

L'indice composé S&P/TSX est considéré comme l'indice complet pour le marché canadien des actions ordinaires.

L'indice des bons du Trésor à 91 jours Scotia Capital illustre le rendement d'un portefeuille composé de bons du Trésor à 3 mois.

L'indice obligataire univers Scotia Capital est un indice complet composé d'obligations du gouvernement fédéral et du gouvernement provincial et de titres à revenu fixe de sociétés.

État des titres en portefeuille¹⁾

Le tableau qui suit présente la répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement, le nombre de fonds de couverture et la principale concentration d'avoirs des fonds de couverture par stratégie de placement, en pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie du 31 décembre 2005. Les fonds multistratégies peuvent investir en fonction de diverses stratégies de placement.

Stratégie	Répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement des fonds de couverture 31 décembre 2005			Principale concentration d'avoirs détenus dans les fonds de couverture par stratégie de placement 31 décembre 2005
	Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur	Pourcentage	Pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie
Engagée	1	2 008 147 \$	3 %	2,81 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	6	11 478 407	15 %	4,21 %
Arbitrage sur la structure du capital	4	4 615 861	6 %	4,05 %
Arbitrage sur titres convertibles	3	3 407 699	4 %	2,70 %
Titres en difficulté	6	10 210 013	13 %	4,90 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	579 205	1 %	0,81 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	2 353 687	3 %	1,81 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	2 589 267	3 %	2,05 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 507 956	13 %	6,48 %
Multistratégies	10	17 827 314	22 %	4,75 %
Réassurance	2	4 925 915	6 %	5,33 %
Arbitrage statistique	—	—	0 %	0,00 %
Arbitrage de financement structuré	6	8 419 804	11 %	3,01 %
	<u>47</u>	<u>78 923 275 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>42,91 %</u>

Le tableau suivant présente, en ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture auxquels la Fiducie a accès par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme au 31 décembre 2005.

La Fiducie divulguera les noms des fonds de couverture auxquels elle a accès et qui représentent plus de 5 % de l'actif net de la fiducie à la fin de l'exercice. En ce qui concerne les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net de la Fiducie, la Fiducie les identifie grâce à des numéros uniques. Ces numéros seront utilisés pour toute communication d'informations financières à l'avenir.

<u>25 principaux placements</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Coût</u>	<u>Juste valeur</u>	<u>Pourcentage du portefeuille</u>
New Ellington				
Overseas, Ltd *	Actions participatives	4 426 840 \$	4 630 915 \$	6,48 %
Nephila Catastrophe				
Fund, Ltd. *	Actions participatives	4 343 170	3 808 144	5,33 %
Fonds 109 *	Actions participatives	1 627 922	3 501 338	4,90 %
Fonds 175 *	Actions participatives	3 316 760	3 396 330	4,75 %
Fonds 115 *	Actions participatives	1 400 393	3 016 426	4,22 %
Fonds 169 *	Actions participatives	2 911 187	3 008 349	4,21 %
Fonds 101 *	Actions participatives	2 788 843	2 911 778	4,07 %
Fonds 171 *	Actions participatives	2 580 781	2 906 358	4,06 %
Fonds 170 *	Actions participatives	3 013 327	2 893 343	4,05 %
Fonds 121 *	Actions participatives	2 693 322	2 700 693	3,78 %
Fonds 146 *	Actions participatives	2 482 873	2 324 497	3,25 %
Fonds 200 *	Actions participatives	2 205 603	2 217 443	3,10 %
Fonds 189 *	Actions participatives	2 094 240	2 156 216	3,02 %
Fonds 205 *	Actions participatives	2 185 560	2 155 224	3,01 %
Fonds 211 *	Actions participatives	1 975 060	2 008 147	2,81 %
Fonds 116 *	Actions participatives	2 005 921	1 950 358	2,73 %
Fonds 125 *	Actions participatives	1 692 258	1 931 254	2,70 %
Fonds 190 *	Actions participatives	1 855 000	1 887 266	2,64 %
Fonds 183 *	Actions participatives	1 797 460	1 861 589	2,60 %
Fonds 160 *	Actions participatives	1 536 826	1 833 558	2,56 %
Fonds 196 *	Actions participatives	1 832 000	1 796 165	2,51 %
Fonds 129 *	Actions participatives	1 263 200	1 546 559	2,16 %
Fonds 102 *	Actions participatives	1 133 722	1 466 110	2,05 %
Fonds 191 *	Actions participatives	1 263 900	1 294 393	1,81 %
Fonds 108 *	Actions participatives	1 078 686	1 229 152	1,72 %

* Détenus par d'autres fonds de placement gérés par Northwater Fund Management Inc.

- Le sommaire du portefeuille de placement peut varier en fonction des opérations de portefeuille continues du fonds de placement. Il n'existe aucun lien de dépendance entre la Fiducie ou Northwater Fund Management Inc. et les fonds de couverture que la Fiducie détient. Une liste à jour des avoirs sera disponible trimestriellement.

INFORMATIONS SUPPLÉMENTAIRES

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est gérée par Northwater Fund Management Inc. (le « gérant »). Aux termes des dispositions de l'acte de fiducie, le gérant assume la gestion des activités de la Fiducie, administre la Fiducie et supervise le portefeuille de la Fiducie. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») a été retenue par le gérant pour donner des conseils en placement et pour gérer le portefeuille de la Fiducie conformément aux objectifs de placement de cette dernière. Dans l'exercice de ses fonctions, le gérant doit veiller à la mise en place de systèmes d'information, de procédures et de contrôles appropriés pour s'assurer que l'information utilisée à l'interne et fournie aux porteurs de parts est complète et fiable. Le gérant prend cette fonction au sérieux et il estime que les systèmes, les procédures et les contrôles mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

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 aux marchés appropriés 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 14 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. 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. Au 31 décembre 2005, le Fonds était constitué de 47 fonds de couverture (45 fonds de couverture au 31 décembre 2004) et comptait 42 gestionnaires (41 gestionnaires au 31 décembre 2004) appliquant 14 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. 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 terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a effectué des placements dans 15 fonds de couverture (comprenant quatre fonds à stratégie de financement structuré, trois fonds à stratégie d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds à stratégie d'arbitrage de réassurance, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds à stratégie d'arbitrage statistique, un fonds multistratégies, un fonds à stratégie d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds engagé et deux fonds à stratégie d'arbitrage sur

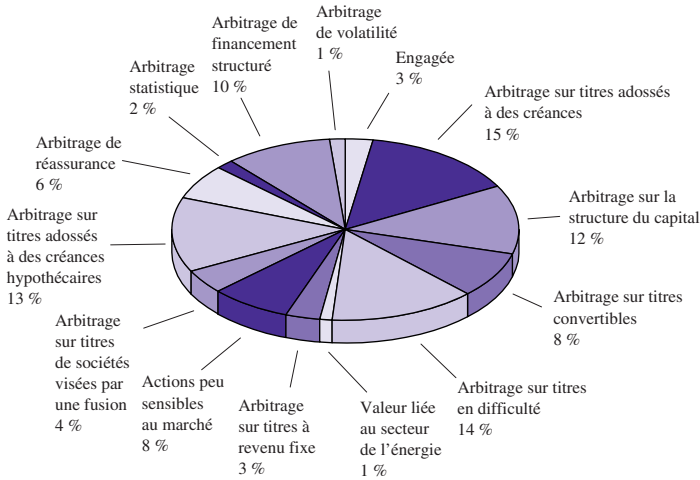
titres adossés à des créances). La Fiducie a racheté des placements auprès de 13 fonds de couverture (comprenant deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres convertibles, un fonds à stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances, un fonds à stratégie de financement structuré, deux fonds à stratégie d'arbitrage statistique, trois fonds multistratégies, deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres à revenu fixe et un fonds à stratégie d'arbitrage sur la structure du capital) (au 31 décembre 2004, la Fiducie avait effectué des placements dans 12 nouveaux fonds de couverture et elle avait racheté des placements auprès de 9 fonds de couverture).

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Placements dans des fonds de couverture

Stratégie	31 décembre 2005			31 décembre 2004		
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur		Nombre de fonds de couverture	Juste valeur	
Engagée	1	2 008 147 \$	3 %	—	—	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances	6	11 478 407	15 %	5	9 529 640 \$	11 %
Arbitrage sur la structure du capital	4	4 615 861	6 %	4	9 046 341	11 %
Arbitrage sur titres convertibles	3	3 407 699	4 %	5	8 565 356	11 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6	10 210 013	13 %	3	8 676 560	11 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	579 205	1 %	1	668 131	1 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	2 353 687	3 %	4	5 545 607	7 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	2 589 267	3 %	2	2 257 182	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 507 956	13 %	4	8 588 611	11 %
Multistratégie	10	17 827 314	22 %	12	18 237 845	22 %
Arbitrage de réassurance	2	4 925 915	6 %	1	4 212 276	5 %
Arbitrage statistique	—	—	0 %	1	2 011 913	2 %
Arbitrage de financement structuré	6	8 419 804	11 %	3	4 122 177	5 %
	<u>47</u>	<u>78 923 275 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>45</u>	<u>81 461 639 \$</u>	<u>100 %</u>

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture par stratégie au 31 décembre 2005. 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 2005 et au 31 décembre 2004.

Stratégie	Au 31 décembre 2005	Au 31 décembre 2004
Engagée	2,81 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances	4,21 %	4,65 %
Arbitrage sur la structure du capital	4,05 %	4,08 %
Arbitrage sur titres convertibles	2,70 %	2,91 %
Arbitrage sur titres en difficulté	4,90 %	5,67 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	0,81 %	0,87 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	1,81 %	3,37 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2,05 %	1,50 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	6,48 %	3,32 %
Multistratégie	4,75 %	3,62 %
Arbitrage de réassurance	5,33 %	2,11 %
Arbitrage statistique	0,00 %	2,61 %
Arbitrage de financement structuré	3,01 %	1,78 %

Profil de risque

Le tableau qui suit présente le profil de risque du Fonds et des placements qu'il détient dans des fonds de couverture pour les périodes allant de l'établissement du Fonds jusqu'aux 31 décembre 2005 et 2004 ainsi que pour les trimestres terminés à ces dates.

	Depuis l'établissement du Fonds au 31 décembre 2005	Depuis l'établissement du Fonds au 31 décembre 2004
Statistiques du Fonds		
Nombre de rendements mensuels positifs	76	69
Nombre de rendements mensuels négatifs	25	20
Pourcentage des mois négatifs	24,8 %	22,5 %
Rendement moyen des mois négatifs	-1,00 %	-1,26 %
Rendement mensuel le plus bas	-11,78 % (Aug/98)*	-11,78 % (Aug/98)*

	Exercice terminé le 31 décembre 2005	Exercice terminé le 31 décembre 2004
Statistiques des fonds de couverture		
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	40	40
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	7	5
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	4,12 %	3,60 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,141	0,179

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2005 et au 31 décembre 2004, 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 2005 et au 31 décembre 2004, 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 2005 et au 31 décembre 2004, 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 %. Le mois au cours duquel la deuxième perte en importance a été subie, après août 1998, a été octobre 1997; le rendement pour ce mois avait été de -2,35 %.

Examen des résultats financiers

Rendement

Pour 2005, la Fiducie a enregistré un rendement de 2,21 % (5 % pour 2004), compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Les stratégies

d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et d'arbitrage de financement structuré ont eu un apport positif sur le rendement de la Fiducie en 2005, tandis que la stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie et la stratégie d'arbitrage statistique ont dégagé les plus faibles rendements.

La Fiducie a pu tirer profit de son programme de rachat et d'annulation. Elle a racheté et annulé en 2005 105 100 de ses parts, celles-ci étant offertes en vente à un prix inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part. Ce programme a contribué au rendement global de 2005 dans une proportion de 0,22 % (aucune contribution au rendement global en 2004).

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2005 et 2004.

Stratégie	Exercice terminé le 31 décembre	
	2005	2004
Engagée	1,65 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances	8,35 %	15,45 %
Arbitrage sur la structure du capital	0,52 %	5,96 %
Arbitrage sur titres convertibles	1,57 %	0,72 %
Arbitrage sur titres en difficulté	7,18 %	11,23 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5,16 %	-1,83 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	-13,77 %	11,22 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	18,95 %	8,89 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	9,25 %	3,92 %
Arbitrage de réassurance	-12,10 %	2,93 %
Arbitrage statistique	-13,59 %	2,01 %
Arbitrage de financement structuré	9,87 %	3,70 %
Arbitrage de volatilité	— %	-3,86 %
Multistratégies	6,97 %	8,14 %

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 de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la valeur

liquidative par part de la Fiducie a fluctué entre 13,88 \$ et 14,87 \$ par part après prise en compte des distributions (entre 14,73 \$ et 16,27 \$ en 2004).

Le prix du marché des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant l'exercice 2005, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 12,11 \$ et 15,27 \$ (entre 14,45 \$ et 16,44 \$ en 2004).

Distributions

Au cours de l'exercice, le Fonds a effectué des distributions totalisant environ 1,16 \$ par part (soit des distributions totalisant 6 066 507 \$), contre des distributions de 1,85 \$ par part pour l'exercice 2004 (soit des distributions totalisant 9 679 785 \$).

Le Fonds est tenu de distribuer la totalité de son revenu net et de ses gains en capital nets réalisés pour ne pas être assujéti à l'impôt en vertu de la Partie I de la *Loi de l'impôt sur le revenu*.

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales 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

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de paiement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
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 \$

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de paiement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
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, autre	0,62166 \$
		Gain matérialisé	0,12197 \$
			0,75000 \$
30 juin 2003	22 juillet 2003	Remboursement de capital	0,00527 \$
		Revenu, autre	0,51391 \$
		Gain matérialisé	0,10082 \$
			0,62000 \$
30 septembre 2003	24 octobre 2003	Remboursement de capital	0,00034 \$
		Revenu, autre	0,03316 \$
		Gain matérialisé	0,00650 \$
			0,04000 \$
31 décembre 2003	29 janvier 2004	Remboursement de capital	0,03119 \$
		Revenu, autre	3,04199 \$
		Gain matérialisé	0,59682 \$
			3,67000 \$
31 mai 2004	25 juin 2004	Remboursement de capital	0,00103 \$
		Revenu, autre	0,31897 \$
			0,32000 \$
30 juin 2004	29 juillet 2004	Remboursement de capital	0,00101 \$
		Revenu, autre	0,31545 \$
			0,31646 \$
30 septembre 2004	29 octobre 2004	Remboursement de capital	0,00099 \$
		Revenu, autre	0,30901 \$
			0,31000 \$
31 décembre 2004	28 janvier 2005	Remboursement de capital	0,00289 \$
		Revenu, autre	0,89711 \$
			0,90000 \$
31 mars 2005	28 avril 2005	Remboursement de capital	0,20703 \$
		Revenu, autre	0,09297 \$
			0,30000 \$
30 juin 2005	29 juillet 2005	Remboursement de capital	0,20013 \$
		Revenu, autre	0,08987 \$
			0,29000 \$

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de paiement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
30 septembre 2005	28 octobre 2005	Remboursement de capital Revenu, autre	0,20013 \$ <u>0,08987 \$</u> 0,29000 \$
31 décembre 2005	30 janvier 2006	Remboursement de capital Revenu, autre	0,19323 \$ <u>0,08677 \$</u> 0,28000 \$

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.

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.

Le 25 novembre 2005, la Fiducie a déposé à la Bourse de Toronto (la « Bourse ») un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à concurrence de 523 591 parts au cours de la période allant du 29 novembre 2005 au 28 novembre 2006, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées en vertu de l'offre sont annulées.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a racheté 105 100 parts aux fins d'annulation en vertu de son programme d'achat de parts à des fins d'annulation (aucune part n'avait été rachetée en 2004). En 2005, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,22 % (aucune contribution au rendement global en 2004).

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 terminé le 31 décembre 2005, 11 530 parts de trésorerie ont été achetées en vertu de ce régime, tandis que 7 387 parts ont été achetées sur le marché (1 877 parts avaient été achetées sur le marché et 6 026 parts de trésorerie avaient été achetées en 2004).

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 de la Fiducie (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 trimestriel 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 la Fiducie 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 25.



BENITA M. WARMBOLD, CA
Administratrice déléguée et
chef de l'investissement

EVE N. JEDRZEJSKA, CA, CFA
Vice-présidente

10 mars 2006

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

Nous avons vérifié l'état des titres en portefeuille au 31 décembre 2005 et les états de l'actif net de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») aux 31 décembre 2005 et 2004 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 de la Fiducie. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

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

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière de la Fiducie aux 31 décembre 2005 et 2004 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 31 mars 2006

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

31 décembre 2005 et 2004

	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Actif		
Encaisse et placements à court terme (coût : 8 668 749 \$ en 2005; 14 365 097 \$ en 2004)	8 679 483 \$	14 433 474 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût : 74 561 289 \$ en 2005; 78 824 202 \$ en 2004)	78 923 275	81 461 639
Rachats de fonds de couverture	210 794	939 803
Placements à court terme détenus à titre de dépôt de garantie sur des contrats à terme, à la valeur marchande (note 8) (coût : 919 965 \$ en 2005; 1 314 421 \$ en 2004)	922 438	1 315 848
Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 8)	134 432	166 264
	<u>88 870 422</u>	<u>98 317 028</u>
Passif		
Honoraires, frais de fiducie et droits de garde	32 971	40 252
Frais de gestion payé	172 273	97 849
Intérêts et commissions d'engagement	55 249	34 862
Distributions à payer	1 442 005	4 719 227
Emprunt bancaire (note 6)	<u>15 660 346</u>	<u>16 192 417</u>
	<u>17 362 844</u>	<u>21 084 607</u>
Actif net	<u>71 507 578 \$</u>	<u>77 232 421 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 4)		
Capital social	109 341 400 \$	111 146 377 \$
Bénéfices non répartis (déficit)	<u>(37 833 822)</u>	<u>(33 913 956)</u>
Total	<u>71 507 578 \$</u>	<u>77 232 421 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 4)	<u>5 150 015</u>	<u>5 243 585</u>
Valeur liquidative par part	<u>13,88 \$</u>	<u>14,73 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

The Royal Trust Company

Per: Per: 

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2005	2004
Revenu de placement		
Intérêts	196 243 \$	149 523 \$
Autres revenus	4 778	—
	<u>201 021</u>	<u>149 523</u>
Charges		
Intérêts et commissions d'engagement	630 505	362 294
Frais de gestion (note 5)	1 010 270	825 494
Honoraires de vérification	49 373	32 100
Honoraires du dépositaire	14 142	15 534
Frais juridiques	6 172	6 530
Frais des rapports aux des porteurs de titres	92 784	113 951
Assemblée extraordinaire des porteurs de parts	—	1 310 811
Autres frais	34 974	53 256
	<u>1 838 220</u>	<u>2 719 970</u>
Perte nette de placement	<u>(1 637 199)</u>	<u>(2 570 447)</u>
Gain matérialisé et non matérialisé (perte) sur les placements		
Gain net matérialisé (perte) sur les éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	(927 886)	2 447 265
Couverture contre le risque de change lié aux placements	1 531 370	6 760 577
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée des éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	1 724 549	(3 281 225)
Contrats à terme sur devises	(31 382)	284 441
Gain net de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture	<u>871 342</u>	<u>388 675</u>
Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour l'exercice	<u>3 167 993</u>	<u>6 599 733</u>
Revenu net découlant des activités pour l'exercice	<u>1 530 794 \$</u>	<u>4 029 286 \$</u>
Revenu net découlant des activités par part pour l'exercice*	<u>0,29 \$</u>	<u>0,77 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation pour l'exercice, soit 5 240 774 (5 241, 173 en 2004).

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2005	2004
Actif net au début de l'exercice	77 232 421 \$	82 788 506 \$
Revenu net (perte) découlant des activités pour l'exercice	1 530 794	4 029 286
Opérations sur les capitaux propres (note 4)		
Valeur liquidative des parts réinvesties	169 852	94 414
Parts annulées	(1 358 982)	—
	<u>(1 189 130)</u>	<u>94 414</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 7)		
Remboursement de capital	(4 186 458)	(31 011)
Du revenu net	<u>(1 880 049)</u>	<u>(9 648 774)</u>
	<u>(6 066 507)</u>	<u>(9 679 785)</u>
Actif net à la fin de l'exercice	<u>71 507 578 \$</u>	<u>77 232 421 \$</u>

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2005	2004
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Revenu net découlant des activités	1 530 794 \$	4 029 286 \$
Éléments hors trésorerie :		
Perte nette matérialisée (gain) sur les placements dans des fonds de couverture	927 886	(2 447 265)
Variations de la plus-value non matérialisée des placements dans des fonds de couverture	31 832	(284 441)
Variation de la plus-value non matérialisée des placements dans des fonds de couverture	(1 724 549)	3 281 225
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	87 530	84 888
Achat de placements dans des fonds de couverture	(30 780 833)	(23 555 882)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture ..	34 844 869	41 630 737
	<u>4 917 529</u>	<u>22 738 548</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Remboursement d'emprunt bancaire	(532 071)	(3 032 656)
Distributions payées	(9 173 877)	(24 087 986)
Parts annulées	(1 358 982)	—
	<u>(11 064 930)</u>	<u>(27 120 642)</u>
Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme	(6 147 401)	(4 382 094)
Encaisse et placements à court terme au début de l'exercice	<u>15 749 322</u>	<u>20 131 416</u>
Encaisse et placements à court terme à la fin de l'exercice	<u>9 601 921 \$</u>	<u>15 749 322 \$</u>
Informations supplémentaires :		
Intérêts versés	610 118 \$	350 628 \$

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille
Au 31 décembre 2005

	<u>Date d'échéance</u>	<u>Valeur nominale</u>	<u>Coût</u>	<u>Valeur marchande/ juste valeur</u>	<u>Pourcentage du portefeuille de placement</u>
Placements dans des fonds de couverture*					
Engagée			1 975 060 \$	2 008 147 \$	2,27 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances			10 410 383	11 478 407	12,95 %
Arbitrage sur la structure du capital			4 803 037	4 615 861	5,21 %
Arbitrage sur titres convertibles ..			3 598 436	3 407 699	3,84 %
Arbitrage sur titres en difficulté ..			8 393 365	10 210 013	11,52 %
Valeur liée au secteur de l'énergie			658 350	579 205	0,65 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe ..			2 233 543	2 353 687	2,65 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion			2 340 082	2 589 267	2,92 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires			9 912 906	10 507 956	11,85 %
Multistratégies			16 383 405	17 827 314	20,09 %
Arbitrage de réassurance			5 583 726	4 925 915	5,56 %
Arbitrage de financement structuré			8 268 996	8 419 804	9,50 %
Placements dans des fonds de couverture			74 561 289	78 923 275	89,01 %
Montant de règlement à recevoir au titre des contrats à terme de devises (Annexe 1 et note 8) ...				134 432	0,15 %
Encaisse			1 497 181	1 497 181	1,70 %
Bons du Trésor**					
Canada*	7 mars 2006	929 680 \$	919 965	922 438	1,04 %
Effets de commerce**					
Bank of Montreal*	17 janvier 2006	464 840	463 362	463 892	0,52 %
PURE Trust*	27 janvier 2006	2 091 780	2 084 814	2 085 024	2,35 %
Safe Trust*	27 janvier 2006	4 648 400	4 623 392	4 633 386	5,23 %
Encaisse et placements à court terme		8 134 700 \$	9 588 714	9 601 921	10,84 %
Total des placements			84 150 003 \$	88 659 628	100,00 %
Passif, moins les autres actifs				(17 152 050)	
Actif net et capitaux propres				71 507 578 \$	

* Ces placements sont libellés en dollars américains et ils ont été convertis en dollars canadiens au taux en vigueur à la fin du trimestre.

** Les placements à court terme détenus au 31 décembre 2005 ont un rendement se situant entre 4,28 % et 4,32%.

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

Annexe 1 – Contrats à terme sur devises :

	<u>Prix de clôture</u>	<u>Valeur notionnelle des contrats</u>	<u>Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises</u>
723 contrats à terme en dollars canadiens, mars 2006	<u>86,20 \$ US</u>	<u>62 322 600 \$ US</u> <u>72 425 093 \$ CA</u>	<u>134 432 \$ CA</u>

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

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2005 et 2004

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. Aux fins de l'établissement de la valeur provisoire de l'actif net ou de la valeur définitive de l'actif net, certains fonds de couverture peuvent être obligés de formuler des estimations et des hypothèses qui touchent les montants présentés de la valeur de l'actif net. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations. 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 négociées 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.

e) Chiffres correspondants

Certains chiffres correspondants de l'exercice 2004 ont été reclassés selon la présentation adoptée pour les états financiers de l'exercice 2005.

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

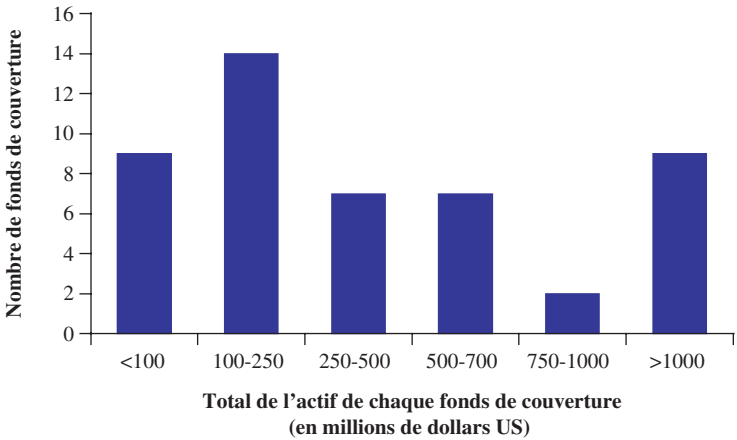
Dans le cadre de sa stratégie de placement, le Fonds investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

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

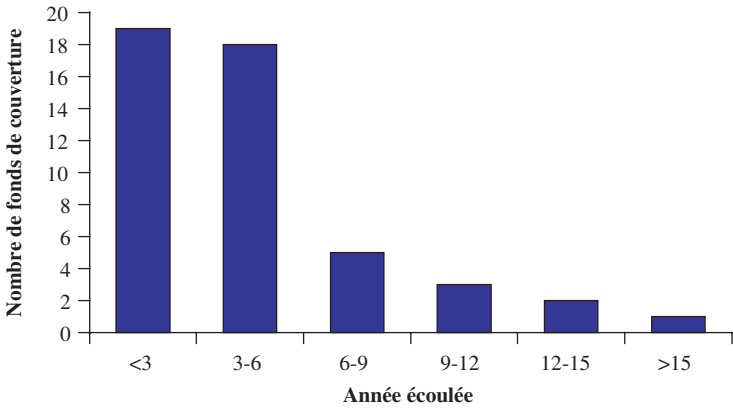
	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Placements au début de l'exercice, au coût	78 824 202 \$	82 227 807 \$
Coût des placements acquis	30 780 833	23 555 882
Coût des placements vendus	(35 043 746)	(26 959 487)
Placements à la fin de l'exercice, au coût	74 561 289	78 824 202
Plus-value non matérialisée des placements	4 361 986	2 637 437
Valeur marchande des placements à la fin de l'exercice	<u>78 923 275 \$</u>	<u>81 461 639 \$</u>
Produit des placements vendus	34 115 860 \$	29 406 752 \$
Coût des placements vendus	(35 043 746)	(26 959 487)
Gain net matérialisé sur les placements	<u>(927 886)\$</u>	<u>2 447 265 \$</u>

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

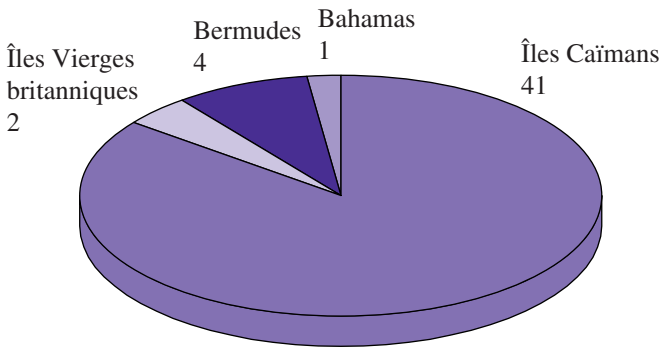
Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 31 décembre 2005. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance au 31 décembre 2005.



Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 31 décembre 2005. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.



Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture par juridiction 31 décembre 2005.



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 d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a acheté 105 100 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (aucune durant l'exercice terminé le 31 décembre 2004).

En vertu du régime de réinvestissement des distributions, 11 530 parts de trésorerie ont été émises au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, tandis que 7 387 parts ont été achetées sur le marché (durant l'exercice terminé le 31 décembre 2004, 6 026 parts de trésorerie avaient été émises, et 1 877 parts avaient été achetées sur le marché).

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

	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Solde des parts en circulation		
au début de l'exercice	5 243 585	5 237 559
Parts émises au cours de l'exercice	11 530	6 026
Parts annulées au cours de l'exercice	<u>(105 100)</u>	<u>—</u>
Solde des parts en circulation à la fin de l'exercice ...	<u>5 150 015</u>	<u>5 243 585</u>

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.

	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Capital social au début de l'exercice	111 146 377 \$	111 051 963 \$
Parts émises aux fins de distribution	169 852	94 414
Valeur comptable des parts rachetées	<u>(1 974 829)</u>	<u>—</u>
Capital social à la fin de l'exercice	<u>109 341 400 \$</u>	<u>111 146 377 \$</u>
	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Bénéfices non répartis (déficit) au début de l'exercice	(33 913 956)\$	(28 263 457)\$
Revenu net (perte) découlant des activités pour l'exercice ..	1 530 794	4 029 286
Excédent de la valeur comptable sur le coût des parts rachetées	615 847	—
Distributions aux porteurs de parts	<u>(6 066 507)</u>	<u>(9 679 785)</u>
Bénéfices non répartis (déficit) à la fin de l'exercice	<u>(37 833 822)\$</u>	<u>(33 913 956)\$</u>

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 de l'assemblée des porteurs de parts du 19 avril 2004, le gérant a renoncé à la totalité des frais de gestion reportés qui étaient exigibles pour la période allant de la date d'établissement du Fonds jusqu'au 31 mars 2004. Les arriérés de frais de gestion au 31 mars 2004 auxquels le gérant a renoncé par la suite totalisaient 9 877 307 \$ ou 1,88 \$ par part.

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.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, l'encours de l'emprunt bancaire s'est chiffré à 13 500 000 \$ US (l'encours de l'emprunt bancaire a varié entre 12 500 000 \$ US et 14 500 000 \$ US au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2004).

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 \$. Si la distribution payée pour un trimestre donné était inférieure à 0,40 \$ par part, l'écart entre la distribution payée et 0,40 \$ par part était reporté puis payé au cours du (des) trimestre(s) suivant(s), à la condition que la valeur liquidative par part, après prise en compte de la distribution, demeure supérieure à 18,79 \$.

Au cours de l'exercice terminé le décembre 2005, le Fonds a effectué des distributions de 1,16 \$ par part, pour un montant global de 6 066 507 \$ (1,85 \$ par part, pour un montant global de 9 679 785 \$, en 2004).

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 2005, des effets de commerce d'une valeur nominale de 800 000 \$ US (1 100 000 \$ US au 31 décembre 2004) ont été remis comme dépôt de garantie relativement à des contrats à terme.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, les commissions et les autres frais d'opération payés ou payables par la Fiducie aux courtiers ont totalisé 47 841 \$ (46 386 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2004).

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 2005, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital (2 695 000 \$ en 2004) et disposait de reports de pertes en capital de 5 910 000 \$ (529 444 \$ en 2004).

Les changements contenus dans le récent budget fédéral comprennent une mesure visant l'abolition de la règle sur les biens étrangers à laquelle sont assujettis les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à imposition différée. Bien que les parts du Fonds aient toujours été admissibles aux REER et aux FERR à titre de biens étrangers, ce changement signifie que les porteurs de parts du Fonds ne sont plus soumis à des contraintes au chapitre de leurs avoirs, car le plafond du contenu étranger de 30 % ne s'applique plus.

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 engagement 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 indemnités 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.

Chef de file en matière d'innovations financières depuis janvier 1989, Northwater propose des solutions de portefeuille personnalisées à la communauté financière internationale en offrant des possibilités de placement à la fois stables, diversifiées, précises, à faible coût et à forte valeur ajoutée.

Grâce à son expertise en création de portefeuilles à rendement peu réactif au marché qui génèrent des rendements constants dans des conjonctures de marché normales et extrêmes, Northwater est en mesure d'offrir une source fiable de titres alpha qui conviennent parfaitement au niveau de risque que les investisseurs actifs sont prêts à courir en fonction de leur budget. De plus, Northwater est réputée pour sa capacité d'indexation et les investisseurs peuvent ainsi avoir accès aux marchés des actions et des instruments à taux fixe internationaux et, par conséquent, se constituer un portefeuille équilibré, ayant un excellent rapport actif/passif. La technologie éprouvée de Northwater en matière de structuration tient compte de ces deux composantes en vue de créer une source de valeur ajoutée permettant d'atteindre les objectifs de l'investisseur en termes de ratio rendement/risque de façon efficace et rentable.

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 10,9 G\$ CA, dont 4,5 G\$ CA en fonds de couverture au 31 décembre 2005. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture de son fonds à rendement peu réactif au marché.

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

Northwater Market-Neutral Trust a été créée en 1997 et reçoit des conseils de Northwater. Elle constitue le premier instrument de placement de ce genre négocié en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Northwater prodigue également des conseils à Northwater Five-Year Market-Neutral Trust et à Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus}, instruments de placement également négociés en Bourse.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Bureau 4700, BCE Place
Bay Wellington Tower
181, rue Bay, C.P. 794
Toronto (Ontario) M5J 2T3
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 2T3
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 2T3
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 ou Stephen Foote
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.

