

**NORTHWATER**

**Northwater Market-Neutral Trust**  
**31 décembre 2006**  
**Rapport annuel**





## HISTORIQUE

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

## TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts . . . . .	2
Rapport de la direction sur le rendement du Fonds . . . . .	4
Régime de réinvestissement des distributions . . . . .	22
Rapport du conseil consultatif . . . . .	23
Responsabilité de la direction . . . . .	25
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts . . . . .	26
États financiers vérifiés . . . . .	27
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 inscrite à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN et dont l'objectif est d'offrir le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Au 31 décembre 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie se chiffrait à 14,15 \$. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le rendement de la Fiducie s'est établi à 10,39 %. Au cours de cette même période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a augmenté de 4,06 %, l'indice composé S&P/TSX, de 17,26 % et l'indice S&P 500, de 15,79 % en dollars américains, ce qui correspond à un gain de 16,08 % en dollars canadiens, étant donné que le dollar américain s'est raffermi au cours de l'exercice. La Fiducie a effectué des distributions de 1,14 \$ par part au cours de l'exercice.

Les préoccupations des investisseurs étaient vives à l'égard de l'augmentation des taux décrétée par les banques centrales au cours du premier semestre de 2006, en réaction aux pressions inflationnistes et à la forte croissance économique. Ces préoccupations ont abouti à une vague de vente qui a touché la plupart des catégories d'actifs en mai et en juin, et plus particulièrement les marchés émergents et le Japon. Les cours ont diminué, tandis que la volatilité a considérablement augmenté. Au cours du deuxième semestre de l'exercice, les craintes concernant l'inflation et la croissance se sont atténuées, et les banques centrales ont adopté une position neutre. À mesure que les intentions à court terme des banques centrales ont été plus claires pour les investisseurs, l'incertitude qui régnait sur le marché s'est dissipée, entraînant une baisse abrupte de la volatilité pendant que le cours des actifs s'est redressé au cours du dernier trimestre de l'exercice. Le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché géré par Northwater Fund Management Inc. (le « gérant »), auquel la Fiducie est exposée, a affiché un bon rendement pour l'exercice. L'augmentation de la volatilité des cours a été favorable à de nombreuses stratégies de fonds de couverture au cours du premier semestre, et la diminution des primes de risque a accru les possibilités au deuxième semestre. Pratiquement toutes les stratégies ont fortement contribué au succès du portefeuille en 2006.

L'augmentation de la pondération des stratégies d'arbitrage statistique et d'arbitrage sur titres en difficulté en début d'année a été favorable au rendement du portefeuille, ces stratégies ayant obtenu d'excellents résultats. La stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie a été retirée du portefeuille après une période de rendement décevant. Le gérant continuera de suivre l'évolution

de cette stratégie afin de déterminer s'il y a une démarche rentable qui conviendrait bien au portefeuille. La stratégie engagée, qui a été ajoutée au portefeuille vers la fin de 2005, est celle qui a généré le meilleur rendement en 2006.

Les écarts de taux se sont resserrés dans bon nombre de marchés de titres adossés à des créances, mais, parallèlement, les fondamentaux se sont détériorés, notamment en ce qui concerne le crédit hypothécaire. Le gérant a par conséquent réduit la pondération de cette stratégie qui a donné d'excellents résultats durant cinq ans. Il a en revanche, et compte tenu des prévisions sur la volatilité, augmenté la pondération des stratégies axées sur les opérations telles que l'arbitrage statistique et l'arbitrage sur titres à revenu fixe.

Le gérant continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, 15 fonds ont été retirés en raison d'une baisse de rendement de leurs stratégies et de l'inefficacité de leur mise en œuvre. Huit nouveaux fonds ont été ajoutés aux stratégies qui sont largement représentées dans le portefeuille.

Le gérant s'efforce constamment d'améliorer le portefeuille en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui, conformément aux objectifs de placement, appliquent des stratégies à rendement peu réactif au marché, censées dégager des rendements élevés corrigés du risque.



DAVID S. FINCH, CFA  
Vice-président  
Northwater Capital Management Inc.



DANIEL S. LAWEE, CFA  
Vice-président  
Northwater Capital Management Inc.

Le 16 mars 2007

## RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du fonds contient les faits saillants financiers de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, mais non les états financiers complets du fonds d'investissement. Un exemplaire des états financiers du fonds d'investissement est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration du fonds 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](http://www.northwatercapital.com) ou SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

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 et son administration et supervise le portefeuille. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») a été retenu 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 par la Fiducie 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.

### Objectifs de placement et stratégies

#### *Objectifs de placement*

Les objectifs de placement de la Fiducie sont les suivants :

1. une distribution trimestrielle équivalente à 2 % de la valeur liquidative par part de la Fiducie à la fin du mois précédant la fin du trimestre civil;
2. une croissance constante de la valeur de l'actif net;
3. un rendement essentiellement non tributaire des marchés des actions et des titres à revenu fixe;
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.

## *Stratégies de placement*

### *Fonds de couverture*

La Fiducie comprend des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui, selon le conseiller en placement, devraient réaliser d'excellents rendements corrigés du risque et dont les résultats passés ont une faible corrélation avec ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un haut rendement corrigé du risque, le conseiller en placement est d'avis qu'un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement de la Fiducie et ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe.

### *Processus de gestion des placements*

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie s'appuient sur un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. La capacité du conseiller en placement à procurer aux épargnants un bon rendement est tributaire d'une équipe de professionnels en placement qui recherche, analyse et surveille les placements détenus par la Fiducie. Le conseiller en placement effectue toutes ses recherches lui-même et possède ses propres logiciels de négociation, de gestion du risque et de comptabilité.

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

1. L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes ont évolué et continuent d'évoluer à mesure que le conseiller en placement acquiert de l'expérience dans les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et dans la gestion de stratégies complexes sur instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de fonds de fonds peu réactifs au marché et de stratégies sur

instruments dérivés très complexes. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels à la gestion des fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haut niveau.

3. Une recherche progressive, sur les marchés mondiaux, de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes de placement et aux critères de la Fiducie quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes de placement et aux objectifs de la Fiducie.
5. L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de constitution de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du milieu. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.
7. La constitution d'un portefeuille modèle diversifié 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 en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend généralement des entrevues menées sur place par les professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et l'exploitation, un examen juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et

le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds au portefeuille de la Fiducie. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, 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 placement.

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

### *Levier financier*

La Fiducie a recours au levier financier parce qu'elle est d'avis que cette méthode constitue un moyen d'accroître le rendement de ses placements. Elle peut emprunter jusqu'à 25 % de son actif net à des fins de placement, et un montant additionnel correspondant à 10 % de son actif net 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. Cette capacité d'emprunt accroît le risque pour les porteurs de parts et pourrait nuire aux rendements si les titres achetés au moyen de capitaux empruntés perdent de la valeur.

Le levier financier utilisé par la Fiducie au 31 décembre 2006 pour effectuer des placements s'établissait à 24,08 % (21,90 % au 31 décembre 2005).

### Risques

Les tableaux qui suivent présentent le profil de risque de la Fiducie et des placements qu'elle détient dans des fonds de couverture pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 31 décembre 2006 et 2005.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Depuis l'établissement jusqu'au 31 décembre 2006</b>	<b>Depuis l'établissement jusqu'au 31 décembre 2005</b>
Nombre de rendements mensuels positifs . . . . .	86	76
Nombre de rendements mensuels négatifs . . . . .	27	25
Pourcentage des mois négatifs . . . . .	23,9 %	24,8 %
Rendement moyen des mois négatifs . . . . .	-1,02 %	-1,00 %
Rendement mensuel le plus bas . . . . .	-11,78 % (août 98)*	-11,78 % (août 98)*

**Exercices terminés les  
31 décembre**

**Statistiques des fonds de couverture**

	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>1)</sup> . .	40	40
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>1)</sup> . . . . .	0	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	3,80 %	4,12 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>2)</sup> . . . . .	0,11	0,14

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2005.
  - 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 31 décembre 2006 et 2005 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.
- \* Une crise de crédit s'est produite en Russie en août 1998 et a touché de nombreux investisseurs et fonds de couvertures. Pour le mois d'août, l'indice S&P 500 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 avec -2,35 %.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global inhérent aux placements dans le Fonds n'a été effectuée au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

**Résultats**

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a affiché un rendement de 10,39 % (2,21 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005), compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Les distributions de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 ont totalisé 5 592 362 \$, ou 1,14 \$ par part (6 066 507 \$, ou 1,16 \$ par part, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005). Parmi toutes les stratégies, la stratégie engagée a grandement contribué au rendement de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, tandis que la stratégie axée sur la valeur liée au secteur de l'énergie a dégagé le plus faible rendement.

Au cours du semestre terminé le 31 décembre 2006, les emprunts de la Fiducie au titre d'une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne ont fluctué entre 13 318 180 \$ US et 14 318 732 \$ US (13 500 000 \$ US durant l'exercice terminé le 31 décembre 2005). Au 31 décembre 2006, le levier financier s'établissait à 24,08 % (21,90 % au 31 décembre 2005). La Fiducie a recours au levier financier en vue d'accroître le rendement de ses investissements.

La Fiducie a pu tirer profit de son programme de rachat et d'annulation. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, elle a racheté et annulé 367 400 de ses parts (105 100 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005), celles-ci étant offertes à un prix inférieur à 92,5 % de la valeur liquidative par part. Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 dans une proportion de 0,60 % (contribution de 0,22 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

### Sommaire du portefeuille de placements<sup>1)</sup>

La Fiducie investit dans des fonds de couverture qui misent sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse poussée.

La Fiducie s'expose à des risques spéciaux du fait qu'elle investit dans des fonds de couverture à stratégies de placement non conventionnelles. Au 31 décembre 2006, la Fiducie comprenait des placements dans 40 fonds de couverture (47 fonds de couverture au 31 décembre 2005) gérés par 37 gestionnaires (42 gestionnaires au 31 décembre 2005) et pratiquant 11 stratégies de couverture ou peu réactives au marché. La vaste gamme de placements dans des fonds de couverture assure une grande diversification, grâce à laquelle la Fiducie s'efforce d'atteindre ses objectifs de rendement corrigé du risque et de neutralité par rapport au marché. Quelques-unes de ces stratégies de placement sont utilisées par les fonds multistratégies. Les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investit sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a effectué des placements dans huit nouveaux fonds de couverture (soit deux fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, trois fonds d'arbitrage statistique et trois fonds d'arbitrage de financement structuré) et elle a demandé le rachat de ses parts auprès de 15 fonds de couverture (soit trois fonds d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion, trois fonds multistratégies, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières, deux fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, trois fonds d'arbitrage sur titres convertibles, un fonds axé sur la valeur liée au secteur de l'énergie et un fonds d'arbitrage de financement structuré.) (Pour l'exercice terminé le

31 décembre 2005, la Fiducie a effectué des placements dans 15 nouveaux fonds de couverture et demandé le rachat de ses parts dans 13 fonds de couverture.)

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour les exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005.

<b>Stratégie</b>	<b>Exercices terminés les 31 décembre</b>	
	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Engagée .....	24,75 %	1,65 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	12,51 %	8,35 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	7,01 %	0,52 %
Arbitrage sur titres convertibles** .....	10,96 %	1,57 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	18,42 %	7,18 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	8,94 %	5,16 %
Valeur liée au secteur de l'énergie* .....	-6,37 %	-13,77 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	14,27 %	18,95 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	9,88 %	9,25 %
Arbitrage de réassurance .....	11,75 %	-12,10 %
Arbitrage statistique .....	12,5 %	-13,59 %
Arbitrage de financement structuré .....	11,93 %	9,87 %
Multistratégies .....	8,23 %	6,97 %

\* Correspond au rendement du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 31 octobre 2006.

\*\* Correspond au rendement du 1<sup>er</sup> janvier 2006 au 30 septembre 2006.

## Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

Le tableau qui suit présente les placements dans les fonds de couverture par stratégie au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2005. Les fonds multistratégies n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2006			31 décembre 2005		
	Nombre de fonds	Juste valeur		Nombre de fonds	Juste valeur	
Engagée .....	1	2 512 588 \$	3 %	1	2 008 147 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	5	10 060 961	12 %	6	11 478 407	15 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	1	450 256	1 %	4	4 615 861	6 %
Arbitrage sur titres convertibles .....	—	—	—	3	3 407 699	4 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	6	13 819 434	17 %	6	10 210 013	13 %
Valeur liée au secteur de l'énergie .....	—	—	—	1	579 205	1 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	2	2 571 727	3 %	2	2 353 687	3 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	1	1 284 879	2 %	2	2 589 267	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	4	10 362 344	13 %	4	10 507 956	13 %
Multistratégies .....	7	16 158 899	20 %	10	17 827 314	23 %
Arbitrage de réassurance .....	2	5 520 794	7 %	2	4 925 915	6 %
Arbitrage statistique .....	4	5 608 982	7 %	—	—	0 %
Arbitrage de financement structuré .....	7	12 866 799	15 %	6	8 419 804	11 %
	<u>40</u>	<u>81 217 662 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>47</u>	<u>78 923 275 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau qui suit présente le plus important placement par stratégie de gestion de fonds de couverture, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2005.

<b>Stratégie</b>	<b>31 décembre 2006</b>	<b>31 décembre 2005</b>
Engagée .....	3,71 %	2,81 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	5,11 %	4,21 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	0,67 %	4,05 %
Arbitrage sur titres convertibles .....	—	2,70 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	6,27 %	4,90 %
Valeur liée au secteur de l'énergie .....	—	0,81 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	2,09 %	1,81 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	1,90 %	2,05 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	5,68 %	6,48 %
Multistratégies .....	5,33 %	4,75 %
Arbitrage de réassurance .....	6,31 %	5,33 %
Arbitrage statistique .....	3,02 %	0,00 %
Arbitrage de financement structuré .....	5,23 %	3,01 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture détenus par la Fiducie au 31 décembre 2006. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières de la Fiducie.

<b>25 principaux placements</b>	<b>Type de placement</b>	<b>Coût</b>	<b>Juste valeur</b>	<b>Pourcentage de la valeur liquidative</b>
Palmetto Fund, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	4 343 170 \$	4 268 243 \$	6,31 %
Cerberus International Ltd.* . . .	Actions participatives	1 627 922	4 242 199	6,27 %
New Ellington Overseas, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	3 365 499	3 844 595	5,68 %
Farallon Capital Offshore Fund, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	1 400 393	3 608 939	5,33 %
D.B. Zwirn Special Opportunities Fund, Ltd.* . . .	Actions participatives	3 236 940	3 534 873	5,23 %
CRC Global Structured Credit Fund, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	2 911 187	3 458 241	5,11 %
Fonds 183* . . . . .	Actions participatives	2 732 020	3 144 418	4,65 %
Fonds 121* . . . . .	Actions participatives	2 693 322	3 102 660	4,59 %
Fonds 146* . . . . .	Actions participatives	2 482 873	2 592 902	3,83 %
Fonds 200* . . . . .	Actions participatives	2 205 603	2 554 367	3,78 %
Fonds 209* . . . . .	Actions participatives	1 975 060	2 512 588	3,71 %
Fonds 214* . . . . .	Actions participatives	2 070 160	2 405 941	3,56 %
Fonds 189* . . . . .	Actions participatives	2 094 240	2 380 284	3,52 %
Fonds 101* . . . . .	Actions participatives	1 741 339	2 259 072	3,34 %
Fonds 208* . . . . .	Actions participatives	2 013 840	2 188 940	3,24 %
Fonds 210* . . . . .	Actions participatives	1 980 180	2 183 894	3,23 %
Fonds 190* . . . . .	Actions participatives	1 855 000	2 092 834	3,09 %
Fonds 213* . . . . .	Actions participatives	1 685 040	2 046 182	3,02 %
Fonds 160* . . . . .	Actions participatives	1 536 826	2 044 631	3,02 %
Fonds 196* . . . . .	Actions participatives	1 832 000	2 008 789	2,97 %
Fonds 175* . . . . .	Actions participatives	1 851 379	1 918 978	2,84 %
Fonds 187* . . . . .	Actions participatives	1 687 130	1 851 148	2,74 %
Fonds 171* . . . . .	Actions participatives	1 428 604	1 755 249	2,59 %
Fonds 129* . . . . .	Actions participatives	1 263 200	1 745 872	2,58 %
Fonds 104* . . . . .	Actions participatives	1 574 900	1 633 148	2,41 %

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

- Le sommaire du portefeuille de placements peut varier en raison des opérations de portefeuille effectuées quotidiennement. Il n'existe aucun lien de dépendance entre la Fiducie ou Northwater Fund Management Inc. et les fonds de couverture que la Fiducie détient. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.

## Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers des cinq derniers exercices. Ces informations sont tirées des états financiers annuels vérifiés de la Fiducie pour les exercices terminés en 2002, 2003, 2004, 2005 et 2006.

## Valeur liquidative par part de la Fiducie

	<b>Exercices terminés les 31 décembre</b>				
	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Valeur liquidative au début de l'exercice .....	13,88 \$	14,73 \$	15,81 \$	19,05 \$	18,59 \$
<b>Augmentation (diminution) liée aux activités :</b>					
Total des revenus .....	0,05	0,04	0,03	0,02	0,03
Total des charges .....	(0,41)	(0,35)	(0,52)	(0,12)	(0,15)
Gains réalisés (pertes) pour l'exercice ....	(0,02)	0,28	1,83	6,69	1,21
Gains non réalisés (pertes) pour l'exercice .....	1,70	0,33	(0,57)	(4,79)	0,36
<b>Augmentation (diminution) totale liée aux activités<sup>1)</sup></b> .....	<b>1,32</b>	<b>0,29</b>	<b>0,77</b>	<b>1,80</b>	<b>1,45</b>
Distributions :					
Revenu de placement (sauf les dividendes) .....	0,04052	0,35948	0,00592	4,21072	—
Gains en capital .....	—	—	—	0,82611	—
Remboursement de capital .....	1,09948	0,80052	1,84054	0,04317	1,08
Distributions totales de l'exercice <sup>2)</sup> .....	1,14	1,16	1,84646	5,08000	1,08
Valeur liquidative à la fin de l'exercice <sup>3)</sup> .....	14,15 \$	13,88 \$	14,73 \$	15,81 \$	19,05 \$

- 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) Des distributions ont été effectuées en trésorerie ou réinvesties dans des parts supplémentaires de la Fiducie.
- 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

	Exercices terminés les 31 décembre				
	2006	2005	2004	2003	2002
Actif net (en milliers de dollars) <sup>1)</sup> .....	67 651 \$	71 507 \$	77 232 \$	82 788 \$	101 834 \$
Nombre de parts en circulation <sup>1)</sup> ..	4 782 615	5 150 015	5 243 585	5 237 559	5 344 359
Ratio des frais de gestion <sup>2)</sup> .....	6,60 %	7,08 %	7,94 %	5,25 %	5,43 %
Ratio des frais de gestion avant renonciations ou prises en charge <sup>2)</sup> .....	6,60 %	7,08 %	7,94 %	5,25 %	5,43 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>3)</sup> .....	22,97 %	40,56 %	26,96 %	42,44 %	18,76 %
Ratio des frais d'opérations <sup>4)</sup> .....	0,05 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins du rachat des titres .....	13,00 \$	12,55 \$	15,06 \$	16,10 \$	17,34 \$

1) Données à la fin des périodes indiquées.

2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion comprend non seulement les charges de la Fiducie, mais également les 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 l'exercice terminé le 31 décembre 2006 et les exercices terminés les 31 décembre 2005, 2004, 2003 et 2002 a entraîné une augmentation de 3,72 % du ratio des frais de gestion de la Fiducie pour chaque exercice. Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents indiqué dans 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. Le gérant reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2005 et tiendra compte des charges des fonds sous-jacents pour cet exercice une fois qu'il aura reçu toute l'information nécessaire. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre 2004 ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par la Fiducie au 31 décembre 2004. Les frais de rendement engagés par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, la performance du gestionnaire et le moment des rachats. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour la période en cours.

3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère et rééquilibre 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 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 du Fonds. Les opérations des fonds de couverture n'entraînent pas de frais d'opérations en général.

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

## Rendements passés

### Information d'ordre général

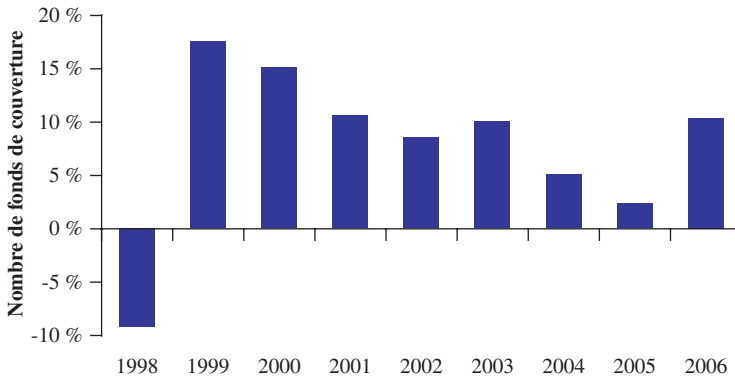
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

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

### Rendements annuels

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

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



## Rendements annuels composés

Le tableau ci-après compare le rendement annuel composé historique de la Fiducie pour les périodes indiquées 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 . . . . .	7,29 %	7,17 %	5,82 %	10,39 %
Indice composé S&P/TSX . . . . .	8,78 %	6,63 %	21,66 %	17,26 %
Indice des bons du Trésor à 91 jours Scotia Capitaux . . . . .	3,75 %	3,00 %	2,60 %	3,98 %
Indice obligataire universel Scotia Capitaux . . . . .	6,55 %	4,42 %	6,77 %	4,06 %

\* La Fiducie a été établie le 30 juillet 1997.

L'indice composé S&P/TSX est l'indice principal du marché canadien des actions ordinaires.

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

L'indice obligataire universel Scotia Capitaux est un indice étendu représentant les titres à revenu fixe émis par les gouvernements fédéral et provinciaux et par les sociétés.

## Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

Northwater Fund Management Inc., (le « gérant »), assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion de son portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, il touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 1,25 % de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu. Les frais de gestion se sont chiffrés à 927 729 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, et le montant que la Fiducie devait payer au 31 décembre 2006 s'établissait à 225 338 \$.

En contrepartie de conseils en placement prodigués à la Fiducie par Northwater Capital Management Inc., conseiller en placement, le gérant verse à cette dernière une partie de ses honoraires.

## Valeur liquidative et prix par part

La valeur des placements détenus par la Fiducie subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, du gérant et de la Fiducie. Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou provisoire des fonds de couverture indiquée par leur gestionnaire et l'entité chargée de leur administration. 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 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie a fluctué entre 13,85 \$ et 14,27 \$ (entre 13,88 \$ et 14,87 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005), après prise en compte des distributions.

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 12,30 \$ et 13,80 \$ (entre 12,11 \$ et 15,27 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

## Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a effectué des distributions totalisant environ 1,14 \$ par part (pour un total de 5 592 362 \$), contre des distributions de 1,16 \$ par part pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (pour un total de 6 066 507 \$).

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

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales a été établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. Rien ne garantit que les lois sur l'impôt ne seront pas modifiées d'une façon qui pourrait nuire à la Fiducie ou aux distributions qu'elle verse, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée à ces lois à mesure qu'elles surviennent.

Le tableau suivant présente l'historique des distributions depuis l'établissement de la Fiducie.

### Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement 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 \$
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 \$
		Autre revenu	0,62166 \$
		Gain réalisé	0,12197 \$
			<u>0,75000 \$</u>
30 juin 2003	22 juillet 2003	Remboursement de capital	0,00527 \$
		Autre revenu	0,51391 \$
		Gain réalisé	0,10082 \$
			<u>0,62000 \$</u>
30 septembre 2003	24 octobre 2003	Remboursement de capital	0,00034 \$
		Autre revenu	0,03316 \$
		Gain réalisé	0,00650 \$
			<u>0,04000 \$</u>
31 décembre 2003	29 janvier 2004	Remboursement de capital	0,03119 \$
		Autre revenu	3,04199 \$
		Gain réalisé	0,59682 \$
			<u>3,67000 \$</u>
31 mai 2004	25 juin 2004	Remboursement de capital	0,00103 \$
		Autre revenu	0,31897 \$
			<u>0,32000 \$</u>
30 juin 2004	29 juillet 2004	Remboursement de capital	0,00101 \$
		Autre revenu	0,31545 \$
			<u>0,31646 \$</u>

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
30 septembre 2004	29 octobre 2004	Remboursement de capital Autre revenu	0,00099 \$ 0,30901 \$ <hr/> 0,31000 \$
31 décembre 2004	28 janvier 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,00289 \$ 0,89711 \$ <hr/> 0,90000 \$
31 mars 2005	28 avril 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20703 \$ 0,09297 \$ <hr/> 0,30000 \$
30 juin 2005	29 juillet 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20013 \$ 0,08987 \$ <hr/> 0,29000 \$
30 septembre 2005	28 octobre 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20013 \$ 0,08987 \$ <hr/> 0,29000 \$
31 décembre 2005	30 janvier 2006	Remboursement de capital Autre revenu	0,19323 \$ 0,08677 \$ <hr/> 0,28000 \$
31 mars 2006	28 avril 2006	Remboursement de capital Autre revenu	0,27005 \$ 0,00995 \$ <hr/> 0,28000 \$
30 juin 2006	31 juillet 2006	Remboursement de capital Autre revenu	0,27969 \$ 0,01031 \$ <hr/> 0,29000 \$
30 septembre 2006	27 octobre 2006	Remboursement de capital Autre revenu	0,27969 \$ 0,01031 \$ <hr/> 0,29000 \$
31 décembre 2006	29 janvier 2007	Remboursement de capital Autre revenu	0,27005 \$ 0,00995 \$ <hr/> 0,28000 \$

## Rachat aux fins d'annulation

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

Le 21 août 2006, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 485 258 parts

durant la période allant du 30 août 2006 au 29 août 2007, 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 rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a racheté 367 400 parts, pour un total de 4 759 766 \$, (105 100 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005) aux fins d'annulation en vertu de ce programme. Ce programme a contribué au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 dans une proportion de 0,60 % (contribution de 0,22 % au rendement global de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

### RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

La Fiducie offre aux investisseurs la possibilité d'adhérer à un régime de réinvestissement des distributions (le « régime ») qui leur permet d'acquérir des parts additionnelles de la Fiducie grâce au réinvestissement de leurs distributions. Les achats sont effectués sur le marché si les parts de la Fiducie se négocient à un prix inférieur à leur valeur liquidative. Si les parts de la Fiducie se négocient à un prix supérieur à leur valeur liquidative, de nouvelles parts seront émises à un prix correspondant à leur valeur liquidative ou à 95 % de la moyenne pondérée du cours des parts pour la période de cinq jours précédant l'émission, si ce montant est plus élevé.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, aucune part de trésorerie n'a été émise en vertu de ce régime, tandis que 14 939 parts ont été achetées sur le marché (11 530 parts de trésorerie avaient été émises et 7 387 parts avaient été achetées sur le marché au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Le régime permet de participer à la croissance de la Fiducie. 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 donner des directives pour que vos parts soient inscrites au régime.

## **NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST RAPPORT DU CONSEIL CONSULTATIF**

Le conseil consultatif (le « conseil consultatif ») de la Fiducie est heureux de présenter un rapport de ses activités pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006.

Le rôle du conseil consultatif consiste à offrir des conseils indépendants au gérant dans ses fonctions de fiduciaire et de gérant de la Fiducie. Ce rôle, tel qu'il est décrit dans le mandat du conseil consultatif, consiste :

- à surveiller et à examiner tout cas de conflit d'intérêts réel ou imminent qui lui est soumis par le gérant et rendre un avis impartial;
- à surveiller et à examiner tout cas d'opérations entre personnes apparentées qui lui est soumis par le gérant et rendre un avis impartial;
- à recevoir et à examiner les rapports périodiques qui lui sont soumis par le gérant à l'égard de : i) l'exploitation et le rendement de la Fiducie en général, ii) le respect des lignes directrices en matière de placement de la Fiducie, iii) le respect des contrats importants de la Fiducie;
- le cas échéant, à étudier toute autre question qui doit lui être soumise conformément à l'acte de fiducie daté du 19 avril 2004, tel qu'il a été modifié et mis à jour, ainsi qu'aux lois, règles et règlements sur les valeurs mobilières applicable.

Les membres du conseil consultatif sont Jeffrey D. Francoz et Ann Marshall. Chacun des membres du conseil consultatif est une personne non apparentée et indépendante de la direction.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, les membres du conseil consultatif ont tenu quatre réunions régulières. M. Francoz et M<sup>me</sup> Marshall ont assisté à toutes les réunions du conseil consultatif.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le conseil consultatif a abordé les questions relatives au mandat du conseil consultatif, l'information fournie aux porteurs de parts conformément au Règlement 81-106, les rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie, le respect des lignes directrices en matière de placement, la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels et au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement qui s'appliquera en 2007.

Le conseil consultatif atteste que la direction du gérant a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents en question et de poser des questions à certains membres de la direction du gérant selon que le conseil consultatif le jugeait nécessaire pour assumer correctement les responsabilités que lui confère son mandat.

Le conseil consultatif accomplit ses fonctions en examinant les rapports périodiques préparés par la société de gestion, en examinant tout cas de conflit d'intérêts réel ou imminent soumis au conseil consultatif par la société de gestion et en y donnant suite ainsi qu'en tenant des réunions périodiques pour analyser les activités de la société de gestion à titre de fiduciaire et de société de gestion de la Fiducie.

L'objectif et la fonction du conseil consultatif continuent d'évoluer avec le temps, compte tenu de la conjoncture et des modifications apportées aux règlements et aux lois.



Jeffrey D. Francoz



Ann Marshall

## RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc. (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 nécessaires pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité de l'information financière. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et des jugements. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour la Fiducie sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.

Les experts comptables du cabinet PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l. sont les vérificateurs externes de la Fiducie. 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 26.



BENITA M. WARMBOLD, CA  
Administratrice déléguée et  
directrice des finances



SHAUNA CASSIDY, CFA  
Vice-présidente

Le 16 mars 2007

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

Nous avons vérifié l'état du portefeuille de Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») au 31 décembre 2006, les états de l'actif net aux 31 décembre 2006 et 2005 et les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie des exercices terminés à ces dates. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Fiducie. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur nos vérifications.

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

À notre avis, ces états financiers donnent, à tous les égards importants, une image fidèle de la situation financière de la Fiducie aux 31 décembre 2006 et 2005 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour les exercices terminés à ces dates selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

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

Comptables agréés

Le 16 mars 2007

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États de l'actif net

	<u>31 décembre 2006</u>	<u>31 décembre 2005</u>
<b>Actif</b>		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 1 830 529 \$ en 2006; 8 668 749 \$ en 2005) . . . . .	1 831 019 \$	8 679 483 \$
Placements à court terme détenus à titre de dépôt de garantie sur des contrats à terme, à la valeur marchande (note 4) (coût : 1 151 819 \$ en 2006; 919 965 \$ en 2005) . . . . .	1 155 011	922 438
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût : 68 089 341 \$ en 2006; 74 561 289 \$ en 2005) . . . . .	81 217 662	78 923 275
Placements dans des fonds de couverture payés d'avance . . . . .	815 850	—
Montant à recevoir au titre de rachats de fonds de couverture . .	836 935	210 794
Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 4) . . . . .	—	134 432
	<u>85 856 477</u>	<u>88 870 422</u>
<b>Passif</b>		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer . . . . .	39 441	32 971
Honoraires de gestion à payer (note 7) . . . . .	225 338	172 273
Intérêts et commissions de garantie à payer . . . . .	41 333	55 249
Montant à payer au titre de la liquidation de contrats à terme sur devises (note 4) . . . . .	267 879	—
Distributions à payer . . . . .	1 339 132	1 442 005
Emprunt bancaire (note 5) . . . . .	16 289 420	15 660 346
Autres comptes créditeurs . . . . .	2 979	—
	<u>18 205 522</u>	<u>17 362 844</u>
<b>Actif net</b> . . . . .	<u>67 650 955</u> \$	<u>71 507 578</u> \$
<b>Actif net et capitaux propres (note 6)</b>		
Capital social . . . . .	102 443 133 \$	109 341 400 \$
Bénéfices non répartis (déficit) . . . . .	(34 792 178)	(37 833 822)
Total . . . . .	<u>67 650 955</u> \$	<u>71 507 578</u> \$
<b>Nombre de parts en circulation (note 6)</b> . . . . .	<u>4 782 615</u>	<u>5 150 015</u>
<b>Valeur liquidative par part</b> . . . . .	<u>14,15</u> \$	<u>13,88</u> \$

Signé au nom du fiduciaire,

Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs

Par : Par : 

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

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des résultats

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Revenu de placement</b>		
Revenu d'intérêts .....	235 796 \$	196 243 \$
Autre revenu .....	16 537	4 778
	<u>252 333</u>	<u>201 021</u>
<b>Charges</b>		
Frais de gestion (note 7) .....	927 729	1 010 270
Honoraires de vérification .....	52 460	49 373
Honoraires du comité consultatif .....	10 149	—
Droits de garde .....	15 034	14 142
Frais juridiques .....	7 676	6 172
Frais d'information aux porteurs de titres .....	108 259	92 784
Intérêts et commissions de garantie .....	851 936	630 505
Autres frais .....	33 638	34 974
	<u>2 006 881</u>	<u>1 838 220</u>
<b>Perte nette de placement</b> .....	<u>(1 754 548)</u>	<u>(1 637 199)</u>
<b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>		
Gain net réalisé (perte) sur :		
Placements dans des fonds de couverture .....	(843 715)	(927 886)
Couverture du risque de change lié aux placements .....	1 257 230	1 531 370
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
Placements dans des fonds de couverture .....	8 766 335	1 724 549
contrats à terme sur devises .....	(402 311)	(31 382)
Gain net (perte) de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture .....	<u>(527 486)</u>	<u>871 342</u>
<b>Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour l'exercice</b> .....	<u>8 250 053</u>	<u>3 167 993</u>
<b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b> .....	<u>6 495 505</u>	<u>1 530 794</u>
<b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités par part pour l'exercice*</b> .....	<u>1,32 \$</u>	<u>0,29 \$</u>

\* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours de l'exercice.

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

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États de l'évolution de l'actif net

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Actif net au début de l'exercice</b> .....	71 507 578 \$	77 232 421 \$
<b>Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b> .....	6 495 505	1 530 794
<b>Opérations sur parts (note 6)</b>		
Valeur liquidative des parts réinvesties à la distribution .....	—	169 852
Parts émises (annulées) .....	(4 759 766)	(1 358 982)
	<u>(4 759 766)</u>	<u>(1 189 130)</u>
<b>Distributions aux porteurs de parts (note 8)</b>		
Remboursement de capital .....	(5 393 646)	(4 186 458)
Revenu net .....	(198 716)	(1 880 049)
	<u>(5 592 362)</u>	<u>(6 066 507)</u>
<b>Actif net à la fin de l'exercice</b> .....	<u>67 650 955 \$</u>	<u>71 507 578 \$</u>

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

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des flux de trésorerie

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>		
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités . . . . .	6 495 505 \$	1 530 794 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fonds de couverture . . . . .	(8 766 335)	(1 724 549)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats à terme sur devises . . . . .	402 311	31 832
Perte nette réalisée (gain) sur les placements dans des fonds de couverture . . . . .	843 715	927 886
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs . . . . .	48 598	87 530
Achat de placements dans des fonds de couverture . . . . .	(17 055 144)	(30 780 833)
Produit de la vente de placements dans des fonds de couverture . . . . .	21 241 386	34 844 869
	<u>3 210 036</u>	<u>4 917 529</u>
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>		
Produit tiré de l'emprunt bancaire . . . . .	629 074	(532 071)
Distributions payées . . . . .	(5 695 235)	(9 173 877)
Rachat de parts . . . . .	(4 759 766)	(1 358 982)
	<u>(9 825 927)</u>	<u>(11 064 930)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme . . . . .	(6 615 891)	(6 147 401)
Trésorerie et placements à court terme au début de l'exercice . . . . .	<u>9 601 921</u>	<u>15 749 322</u>
<b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de     l'exercice . . . . .</b>	<u>2 986 030</u> \$	<u>9 601 921</u> \$
Information supplémentaire :		
Intérêts versés . . . . .	865 852 \$	610 118 \$

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

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille  
31 décembre 2006

	Date d'échéance	Valeur nominale	Coût	Juste valeur ou valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placements
<b>Placements dans des fonds de couverture*</b>					
Engagée .....			1 975 060	2 512 588	2,99 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....			8 336 972	10 060 961	11,99 %
Arbitrage sur la structure du capital .....		441 331		450 256	0,54 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....		9 945 541		13 819 434	16,46 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....		2 233 543		2 571 727	3,06 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....		1 206 360		1 284 879	1,53 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....		8 851 565		10 362 344	12,35 %
Multistratégies .....		12 896 403		16 158 899	19,25 %
Arbitrage de réassurance .....		5 583 726		5 520 794	6,58 %
Arbitrage de financement structuré .....		5 096 440		5 608 982	6,68 %
Arbitrage statistique .....		11 522 400		12 866 798	15,33 %
<b>Placements dans des fonds de couverture .....</b>			<b>68 089 341 \$</b>	<b>81 217 662 \$</b>	<b>96,76 %</b>
<b>Trésorerie .....</b>			<b>670 787</b>	<b>670 787</b>	<b>0,80 %</b>
<b>Bons du Trésor**</b>					
Canada* (note 4) .....	février 2007	233 100	230 468	231 319	0,28 %
Canada* (note 4) .....	mars 2007	932 400	921 351	923 691	1,10 %
<b>Effets de commerce**</b>					
Société de services financiers Wells Fargo Canada* .....	janvier 2007	1 165 500	1 159 742	1 160 232	1,38 %
<b>Trésorerie et placements à court terme .....</b>		<b>2 331 000</b>	<b>2 982 349</b>	<b>2 986 029</b>	<b>3,56 %</b>
<b>Total des placements .....</b>		<b>2 331 000</b>	<b>71 071 690</b>	<b>83 935 812</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Passif, moins les autres actifs .....</b>				<b>16 284 857 \$</b>	
<b>Actif net et capitaux propres .....</b>				<b>67 650 955 \$</b>	

\* 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 placements à court terme détenus au 31 décembre 2006 ont un rendement se situant entre 5,13 % et 5,27 %.

### Annexe 1 – Contrats à terme sur devises :

	Prix de clôture	Valeur nominale des contrats	Montant à recevoir (à payer) à la liquidation de contrats à terme
Mars 2007			
676 contrats à terme sur le dollar canadien .....	86,02 \$ US	58 149 520 \$ US	(267 879) \$ CA
.....		67 773 266 \$ CA	

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

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005

---

### 1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juillet 1997 et modifiée le 17 août 1999 (la « convention de fiducie »). La convention de fiducie a été modifiée de nouveau à la suite de l'assemblée extraordinaire des porteurs de parts qui s'est tenue le 19 avril 2004. RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») agit en qualité de fiduciaire. La Fiducie est entrée en activité le 30 juillet 1997 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NMN.UN. La Fiducie sera dissoute le 31 décembre 2009 ou vers cette date, et l'actif net sera réparti au prorata 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. La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc., connue alors sous le nom de Newcastle Capital Management Inc. (le « gérant »), en vertu d'un contrat de gestion daté du 18 juillet 1997.

Afin d'obtenir un rendement couvert en dollars canadiens, les actifs de la Fiducie sont investis dans de la trésorerie et des placements à court terme ainsi que dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. La Fiducie souscrit des contrats à terme sur devises afin de couvrir son rendement en dollars canadiens.

### 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 »).

La trésorerie et les placements à court terme sont composés de dépôts dans des comptes portant intérêt et de placements à court terme dont l'échéance est de moins de 90 jours au moment de l'achat. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur

d'instruments du même type à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

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 gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration 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 ces mêmes gestionnaires ou entités. Afin d'établir 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 un gain ou une perte non réalisé sur les placements dans des fonds de couverture. Le calcul des gains et des pertes réalisés et non réalisés est fondé sur le coût moyen.

#### 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 la période. Au cours de la période, 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

La Fiducie conclut des contrats à terme sur 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, la Fiducie est tenue 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 à payer ou à recevoir à la liquidation des contrats à terme standardisés correspond à la marge de variation, calculée quotidiennement, que la Fiducie verse ou reçoit 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 compétente, 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 le plus fidèlement la juste valeur, compte tenu de la valeur marchande courante de l'instrument sous-jacent. 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, la Fiducie 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 2005 ont été reclassés selon la présentation adoptée pour les états financiers de 2006.

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

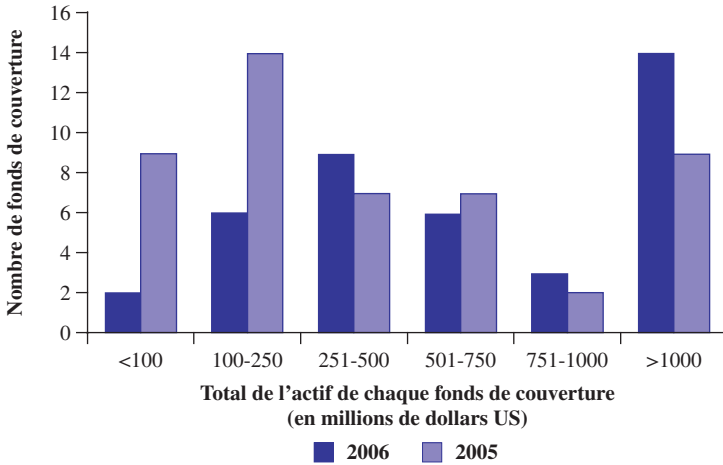
Dans le cadre de sa stratégie de placement, la Fiducie investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

Le tableau qui suit résume les opérations de placement effectuées au cours des exercices présentés :

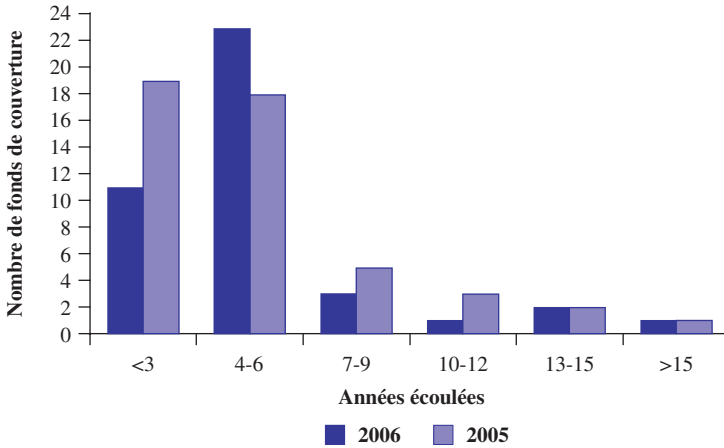
	<b>Exercices terminés les 31 décembre</b>	
	<b>2006</b>	<b>2005</b>
<b>Placements au coût au début de l'exercice</b> .....	74 561 289	\$78 824 202 \$
Coût des placements acquis .....	16 239 294	30 780 833
Coût des placements vendus .....	(22 711 242)	(35 043 745)
<b>Placements au coût à la fin de l'exercice</b> .....	68 089 341	74 561 289
Plus-value non réalisée des placements .....	13 128 321	4 361 986
<b>Valeur marchande des placements à la fin de l'exercice</b> .....	<u>81 217 662</u>	<u>\$78 923 275 \$</u>
Produit des placements vendus .....	21 867 527	34 115 860
Coût des placements vendus .....	(22 711 242)	(35 043 746)
<b>Gain net réalisé (perte) sur les placements</b> .....	<u>(843 715)</u>	<u>\$ (927 886) \$</u>

Les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui font partie du portefeuille de la Fiducie sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, qui comprennent essentiellement les Bermudes, les îles Caïmans, les îles Vierges britanniques et les Bahamas. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants qu'ils rémunèrent. Cette rémunération comprend en général des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement se situant en général entre 10 % et 20 % du revenu net gagné au-delà d'un seuil préétabli. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants des portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché n'est pas calculée ni présentée séparément par la Fiducie, mais incluse dans l'évaluation de chaque fonds. Les modalités de rachat des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché varient, les préavis allant de 30 à 180 jours, et peuvent comprendre des dispositions de blocage.

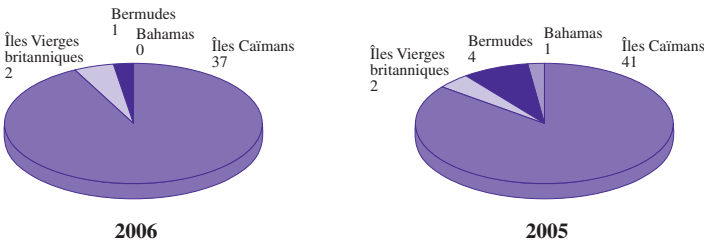
Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2006 et 2005. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2006 et 2005. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.



Le graphique ci-après présente le nombre de fonds de couverture, classés par domiciliation, détenus par la Fiducie aux 31 décembre 2006 et 2005.



#### 4. Contrats à terme standardisés

La Fiducie 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 2006, des placements à court terme d'une valeur nominale de 1 000 000 \$ US (1 151 819 \$ CA) (800 000 \$ US au 31 décembre 2005; 922 438 \$ CA) ont été déposés en garantie relativement à des contrats à terme sur devises.

Le montant total des commissions et des autres frais d'opérations que la Fiducie a payé ou doit payer aux courtiers pour l'exercice terminé le

31 décembre 2006, s'élève à 33 368 \$ (47 841 \$ pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

## 5. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Aux termes de la facilité, la Fiducie peut emprunter des fonds en dollars canadiens ou en dollars américains jusqu'à concurrence de 25 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie en vue d'effectuer des placements supplémentaires. De plus, la Fiducie 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 américains est réalisée en convertissant ces emprunts en dollars canadiens au taux de change de référence de la banque. Les intérêts et les commissions de non-utilisation 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. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque. Les encours comptabilisés à la fin des exercices à l'étude étaient libellés en dollars américains.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, l'encours de l'emprunt bancaire a fluctué entre 13 318 180 \$ US et 14 318 732 \$ US (il est demeuré à 13 500 000 \$ US au cours de l'exercice 2005). Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est établi à 5,10 %.

## 6. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et représentent une participation égale indivise dans l'actif net de la Fiducie. Toutes les parts appartiennent à la même catégorie et comportent des droits et des privilèges égaux. Chaque part confère une voix à toute assemblée des porteurs de parts et une participation égale à toute distribution effectuée par la Fiducie. La Fiducie n'émet pas de fractions de parts.

Le 21 août 2006, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter

jusqu'à 485 258 parts durant la période allant du 30 août 2006 au 29 août 2007, 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 rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

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, aux fins d'annulation, 367 400 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (105 100 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

En vertu du régime de réinvestissement des distributions, aucune part de trésorerie n'a été émise au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, tandis que 367 400 parts ont été achetées sur le marché (au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, 11 530 parts de trésorerie avaient été émises, et 7 387 parts avaient été achetées sur le marché).

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis (déficit). Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) effectuées au cours des exercices indiqués :

<u>Exercice terminé le</u> <u>31 décembre 2006</u>	<u>Parts en</u> <u>circulation</u>	<u>Capital</u> <u>social</u>	<u>Bénéfices</u> <u>non répartis</u> <u>(déficit)</u>	<u>Capitaux</u> <u>propres</u>
<b>Solde au 31 décembre</b> <b>2005</b> .....	5 150 015	109 341 400 \$	(37 833 822) \$	71 507 578 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice .....	—	—	6 495 505	6 495 505
Parts émises au cours de l'exercice .....	—	—	—	—
Parts annulées au cours de l'exercice .....	(367 400)	(6 898 267)	2 138 501	(4 759 766)
Distributions .....	<u>—</u>	<u>—</u>	<u>(5 592 362)</u>	<u>(5 592 362)</u>
<b>Solde au 31 décembre</b> <b>2006</b> .....	<u>4 782 615</u>	<u>102 443 133 \$</u>	<u>(34 792 178) \$</u>	<u>67 650 955 \$</u>

<u>Exercice terminé le 31 décembre 2005</u>	<u>Nombre de parts</u>	<u>Capital social</u>	<u>Bénéfices non répartis (déficit)</u>	<u>Capitaux propres</u>
<b>Solde au 31 décembre 2004</b> . . . .	5 243 585	111 146 377 \$	(33 913 956) \$	77 232 421 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice				
Parts émises au cours de l'exercice . . .	11 530	169 852	1 530 794	1 700 646
Parts annulées au cours de l'exercice . . . . .	(105 100)	(1 974 829)	615 847	(1 358 982)
Distributions . . . . .			(6 066 507)	(6.066 507)
<b>Solde au 31 décembre 2005</b> . . . .	<u>5 150 015</u>	<u>109 341 400 \$</u>	<u>(37 833 822) \$</u>	<u>71 507 578 \$</u>

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

## 7. Frais de gestion

Northwater Fund Management Inc., le gérant, assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion du portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, le gérant reçoit des honoraires de gestion correspondant à 1,25 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et payés trimestriellement, à terme échu. Le gérant verse une partie de ses honoraires au conseiller en placement, en contrepartie de ses services à la Fiducie.

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

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

## 8. Distributions

La Fiducie verse aux porteurs de parts des distributions trimestrielles correspondant à 2 % de la valeur liquidative par part, établie à la fin du mois précédant le trimestre civil.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a effectué des distributions de 1,14 \$ par part, pour un montant global de 5 592 362 \$ (1,16 \$ par part, pour un montant global de 6 066 507 \$, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Les porteurs de parts ont le choix de recevoir des distributions au comptant ou sous forme de parts supplémentaires en vertu du régime de réinvestissement des distributions.

## 9. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2006, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu (Canada)* (la « Loi de l'impôt »). Étant donné que la totalité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris le montant net des gains réalisés 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 versée ou à verser aux porteurs de parts au cours de chaque année civile, la Fiducie n'aura pas à payer d'impôt sur le revenu en vertu des dispositions actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence.

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

Au 31 décembre 2006, la Fiducie ne disposait d'aucun report de pertes autres qu'en capital (aucun en 2005) et disposait de reports de pertes en capital de 8 758 000 \$ (5 910 000 \$ en 2005).

En date du 31 décembre 2005, la réglementation régissant les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à imposition différée a été modifiée,

abolissant la règle sur les biens étrangers. Bien que les parts de la Fiducie aient toujours été admissibles aux REER et aux FERR à titre de biens étrangers, ce changement signifie que les porteurs de parts de la Fiducie 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

La Fiducie conclut diverses conventions qui peuvent comporter des clauses d'indemnisation aux termes desquelles, lorsque surviennent certains événements, elle peut être tenue de verser, entre autres, les indemnités suivantes :

- 1) en priorité devant tout droit 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 frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit;
- 2) une indemnité payable à certains des fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi et aux entités chargées de leur administration relativement à des obligations qui peuvent être contractées dans le cas où la Fiducie, 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 les entités chargées de leur administration;
- 3) une indemnité payable au courtier de contrats à terme de la Fiducie 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 de la Fiducie;
- 4) une indemnité payable au gérant de la Fiducie 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 de la Fiducie que le gérant peut payer ou engager;
- 5) une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission

frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fautive ou trompeuse faite par la Fiducie ou à toute défaillance volontaire causée par celle-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs de la Fiducie et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les vérificateurs de la Fiducie concernant les services offerts à la Fiducie par ses vérificateurs, sauf si une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs de la Fiducie;

- 6) une indemnité payable à son démarcheur pour l'assemblée des porteurs de parts de la Fiducie du 19 avril 2004 à l'égard des pertes, charges, réclamations, poursuites, dommages et obligations découlant de poursuites, d'actions en justice, de procédures judiciaires, d'enquêtes ou de réclamations intentées par toute personne, qui découleraient de cet engagement ou qui seraient fondées, directement ou indirectement, sur celui-ci.

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

## NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Chef de file en matière d'innovations financières depuis janvier 1989, Northwater Capital Management Inc. propose des solutions de portefeuille personnalisées aux investisseurs internationaux au moyen de sa plateforme exclusive de gestion de portefeuilles (Portfolio Platform™) qui offre l'adaptabilité et la diversité nécessaires pour satisfaire une large gamme de besoins en placement.

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

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 10,6 milliards \$ CA, dont 5,1 milliards \$ CA en fonds de couverture au 31 décembre 2006. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à 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, à New York et à Chicago.

Northwater agit à titre de conseiller en placement de Northwater Market-Neutral Trust et également des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Five-Year Market-Neutral Trust, lancée en 2004;
- Northwater Top 75 Income Trusts<sup>Plus</sup>, lancée en 2005.

## NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

---

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

## GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

---

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

## CONSEILLER EN PLACEMENT

---

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

## CONSEILLER JURIDIQUE

---

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

## VÉRIFICATEURS

---

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

## RÉGIME DE RÉINVESTISSEMENT DES DISTRIBUTIONS

---

Compagnie Trust CIBC Mellon  
P.O. Box 7101  
Adelaide Street Postal Station  
Toronto (Ontario) M5C 2W9  
Téléphone : 1-800-387-0825

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

---

Mohamed Khaki ou Stephen Foote  
Téléphone : (416) 360-5435  
Télécopieur : (416) 360-0671  
Courriel : [mpt@northwatercapital.com](mailto:mpt@northwatercapital.com)

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

Symbole TSE : NMN.UN

Also available in english

