

NORTHWATER

Northwater Market-Neutral Trust

31 mars 2006

Information trimestrielle sur le portefeuille et mise à jour





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
État de l'actif net et état des résultats non vérifiés	4-5
Sommaire du portefeuille de placements non vérifié	6
Renseignements supplémentaires sur le portefeuille	8
Northwater Capital Management Inc.	12

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 sensible au marché. Pour le premier trimestre de 2006, le rendement de la Fiducie s'est établi à 3,26 %. Parallèlement, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a reculé de 0,43 %, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 7,98 % et l'indice S&P 500, de 4,21 %. La Fiducie a effectué des distributions de 0,28 \$ par part au cours du trimestre.

Au cours du premier trimestre, le Federal Open Market Committee des États-Unis a augmenté à deux reprises le taux des fonds fédéraux pour le porter à 4,75 %. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont également augmenté au Canada et aux États-Unis. Le taux d'intérêt de référence des obligations du Trésor américain à 10 ans est passé de 4,40 % à 4,85 % et celui des obligations canadiennes à 10 ans a augmenté de 0,28 % pour s'établir à 4,26 %.

À l'échelle mondiale, les marchés des actions ont enregistré de forts profits au cours du premier trimestre, les investisseurs ayant fait peu de cas de la hausse des prix de l'énergie, en raison de l'annonce de bonnes nouvelles économiques et des solides bénéfices enregistrés par les sociétés. Les indicateurs économiques, dont le PIB et l'emploi, ont tous été très favorables durant le trimestre. Le prix des biens immobiliers a poursuivi son extraordinaire ascension, mais l'augmentation des prix a commencé à ralentir, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt.

Le marché des titres d'emprunt a été pour l'essentiel positif et stable durant le premier trimestre. Une vague d'émissions à rendement élevé découlant d'activités de prise de contrôle par emprunt a répondu à une demande équivalente ou supérieure de la part d'acheteurs de titres adossés à des créances avec flux groupés. Les sociétés ont présenté d'excellents bilans, les flux de trésorerie élevés et les dépenses en immobilisations modérées témoignant d'une certaine prudence.

Dans l'ensemble, le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu sensible au marché de la Fiducie a affiché un rendement élevé pour le premier trimestre. La quasi-totalité des fonds de couverture ont enregistré des gains pour le trimestre, et ce, pour la plupart des stratégies.

La stratégie d'arbitrage sur titres convertibles a généré un rendement élevé durant le trimestre en raison de l'intérêt renouvelé des investisseurs et des flux

de trésorerie élevés dans ce secteur. Les gestionnaires qui s'occupent des stratégies d'arbitrage sur actions à rendement peu sensible au marché et d'arbitrage statistique ont obtenu d'excellents résultats, grâce à une conjoncture favorable du marché des actions. Les gestionnaires responsables de la stratégie d'arbitrage sur titres en difficulté ont également obtenu de bons résultats, du fait que les positions en titres en difficulté liés au secteur de l'énergie et en titres de l'industrie aéronautique ont été plus élevées durant le trimestre.

Les titres adossés à des créances se sont relativement bien comportés pendant le trimestre, mais la conjoncture de ce marché est de plus en plus difficile en raison du resserrement des écarts et du nombre limité de titres adossés à des créances en difficulté. Le rendement des garanties sous-jacentes a été excellent, en raison de l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel et de la diminution du taux de chômage qui ont entraîné une forte augmentation du crédit à la consommation.

Au cours du premier trimestre, Northwater a continué à gérer activement le portefeuille de la Fiducie en ajoutant trois nouveaux fonds de couverture et en retirant trois fonds existants. Northwater vise toujours l'amélioration du portefeuille de fonds de couverture en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en privilégiant les stratégies à rendement peu sensible au marché censées dégager de solides rendements corrigés du risque solides, conformément 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 16 mai 2006

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État de l'actif net
(en dollars canadiens)

**Au 31 mars
2006
(non vérifié)**

Actif

Encaisse et placements à court terme (coût : 2 280 932 \$)	2 282 644 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (coût : 71 844 443 \$)	79 868 393
Montant à recevoir sur le rachat de fonds de couverture	161 945
Placements à court terme détenus à titre de dépôt de garantie sur des contrats à terme, à la valeur marchande (coût : 923 074 \$)	925 719
Souscriptions de parts de fonds de couverture payées d'avance	5 841 000
	<u>89 079 701</u>

Passif

Honoraires des vérificateurs, frais juridiques et droits de garde à payer	51 650
Frais de gestion à payer	182 080
Intérêts et commissions d'attente à payer	71 959
Distribution à verser	1 413 164
Emprunt bancaire	15 673 271
Montant à payer au titre de contrats à terme sur devises	461 965
Autres montants à payer	118 966
	<u>17 973 055</u>

Actif net et capitaux propres	<u>71 106 646 \$</u>
Nombre de parts en circulation	<u>5 047 015</u>
Valeur liquidative par part	<u>14,09 \$</u>

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

État des résultats
(en dollars américains)

	Trimestre terminé le 31 mars 2006 (non vérifié)
Revenu de placement	
Intérêts	103 410 \$
	<u>103 410</u>
Charges	
Intérêts et commissions d'attente	196 128
Frais de gestion	241 484
Honoraires des vérificateurs	8 025
Jetons de présence des administrateurs	2 537
Droits de garde	4 475
Frais juridiques	3 271
Frais d'information aux porteurs de titres	30 996
Autres charges	8 791
	<u>495 707</u>
Perte nette de placement	<u>(392 297)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements	
Gain net réalisé (perte) sur les éléments suivants :	
Placements dans des fonds de couverture	(296 672)
Couverture contre le risque de change lié aux placements	126 328
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des éléments suivants :	
Placements dans des fonds de couverture	3 661 964
Contrats à terme sur devises	(596 397)
Gain net (perte) de change, à l'exclusion des placements dans des fonds de couverture	<u>(169 522)</u>
Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour la période	<u>2 725 701</u>
Revenu net lié aux activités pour la période	<u>2 333 404 \$</u>
Revenu net lié aux activités par part pour la période*	<u>0,46 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation pour la période.

NORTHWATER MARKET-NEUTRAL TRUST

Sommaire du portefeuille de placements¹⁾

Au 31 mars 2006

(en dollars canadiens)

(non vérifié)

Le tableau suivant présente la répartition de l'actif par stratégie de placement, le nombre de fonds de couverture par stratégie de placement ainsi que l'avoir le plus important par stratégie de placement en pourcentage de la valeur liquidative totale de la Fiducie au 31 mars 2006. Les fonds multistratégie peuvent utiliser diverses stratégies de placement.

Stratégie	Répartition de l'actif selon la stratégie de placement des fonds de couverture Au 31 mars 2006			Avoir le plus important par stratégie de placement au 31 mars 2006
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur	Pourcentage	Pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie
Engagée	1	2 100 457 \$	3 %	2,90 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	6	11 853 769	15 %	4,30 %
Arbitrage sur la structure du capital	2	2 645 448	3 %	2,81 %
Arbitrage sur obligations convertibles	3	2 571 534	3 %	1,83 %
Titres de sociétés en difficulté	7	11 389 093	14 %	4,94 %
Valeur relative liée au secteur de l'énergie	1	474 307	1 %	0,65 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	2 449 101	3 %	1,84 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1	1 219 486	2 %	1,68 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 803 583	14 %	6,39 %
Multistratégie	11	18 379 206	23 %	4,81 %
Réassurance	2	4 998 231	6 %	5,25 %
Arbitrage statistique	2	2 256 754	3 %	1,56 %
Financement structuré	5	8 727 424	10 %	3,07 %
	<u>47</u>	<u>79 868 393 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>42,03 %</u>

1) Le sommaire du portefeuille de placements 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 dans lesquels la Fiducie a investi. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture détenus par la Fiducie au 31 mars 2006. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture dans lesquels elle a investi et qui représentent plus de 5 % de la valeur liquidative à la fin du trimestre. En ce qui concerne les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de la valeur liquidative, la Fiducie les identifie par des numéros uniques. Ces numéros seront utilisés dans toutes les communications d'informations financières à venir.

<u>25 principaux placements</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Pourcentage de la valeur liquidative</u>
New Ellington Overseas, Ltd.*	Actions participatives	6,39 %
Nephila Catastrophe Fund*	Actions participatives	5,25 %
Fonds 109*	Actions participatives	4,83 %
Fonds 175*	Actions participatives	4,68 %
Fonds 115*	Actions participatives	4,16 %
Fonds 169*	Actions participatives	4,15 %
Fonds 101*	Actions participatives	4,02 %
Fonds 171*	Actions participatives	4,01 %
Fonds 170*	Actions participatives	3,99 %
Fonds 121*	Actions participatives	3,72 %
Fonds 146*	Actions participatives	3,21 %
Fonds 200*	Actions participatives	3,06 %
Fonds 189*	Actions participatives	2,97 %
Fonds 205*	Actions participatives	2,97 %
Fonds 211*	Actions participatives	2,77 %
Fonds 116*	Actions participatives	2,69 %
Fonds 125*	Actions participatives	2,66 %
Fonds 190*	Actions participatives	2,60 %
Fonds 183*	Actions participatives	2,57 %
Fonds 160*	Actions participatives	2,53 %
Fonds 196*	Actions participatives	2,48 %
Fonds 129*	Actions participatives	2,13 %
Fonds 102*	Actions participatives	2,02 %
Fonds 191*	Actions participatives	1,78 %
Fonds 108*	Actions participatives	1,69 %

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

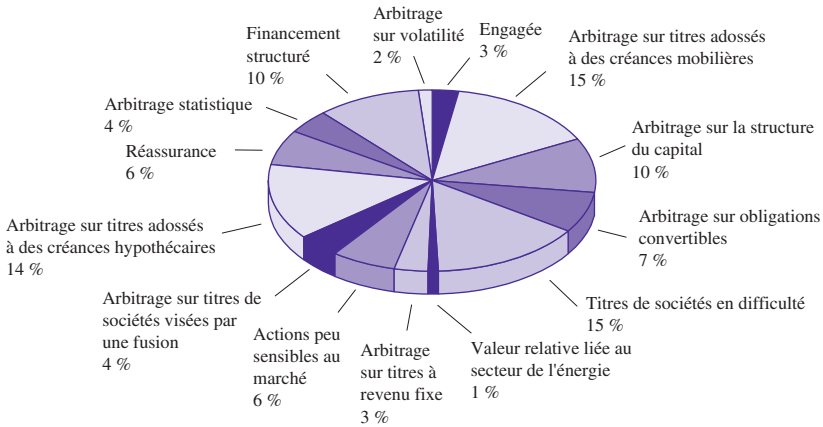
RENSEIGNEMENTS SUPPLÉMENTAIRES SUR LE PORTEFEUILLE**Portefeuille et activités de placement**

La Fiducie investit dans des fonds de couverture qui misent sur les secteurs des marchés financiers que Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement estime que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse approfondie.

La Fiducie investit dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles et, de ce fait, est exposée aux risques propres à ce type de stratégies de placement. Au 31 mars 2006, la Fiducie avait investi dans 47 fonds de couverture et comptait 43 gestionnaires appliquant 14 stratégies de placement peu sensibles au marché ou stratégies de couverture. Cette vaste gamme de fonds de couverture assure une grande diversification grâce à laquelle la Fiducie cherche à atteindre ses objectifs risque-rendement et ses objectifs de neutralité par rapport au marché. Les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi sont établis dans des territoires offshore et dressent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Au cours du trimestre terminé le 31 mars 2006, la Fiducie a investi dans trois nouveaux fonds de couverture (deux fonds de titres de sociétés en difficulté et un fonds d'arbitrage statistique), et demandé le rachat de ses parts auprès de trois fonds de couverture (deux fonds d'arbitrage sur la structure du capital et un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion).

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 31 mars 2006. Les fonds de couverture multistratégie sont répartis entre diverses catégories, de manière à refléter les différentes stratégies utilisées. La pondération par stratégie est dynamique et peut changer d'une période à l'autre.



Caractéristiques de risque du portefeuille de placements

Le tableau qui suit présente des données sur le profil de risque de la Fiducie et de son exposition aux fonds de couverture pour la période depuis l'établissement et pour le trimestre terminé le 31 mars 2006.

	Depuis l'établissement jusqu'au 31 mars 2006
Statistiques sur la Fiducie	
Nombre de rendements mensuels positifs	79
Nombre de rendements mensuels négatifs	25
Pourcentage de mois négatifs	24,0 %
Rendement moyen des mois négatifs	-1,00 %
Rendement mensuel le plus bas	-11,78 %
	(août 1998)*

* La crise de l'endettement en Russie s'est produite en août 1998 et a eu des répercussions pour de nombreux investisseurs. 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 un résultat de -2,35 %.

**Trimestre
terminé le
31 mars 2006**

Statistiques sur les fonds de couverture

Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	43
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	4
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,96 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,133

Notes :

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 mars 2006.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille au 31 mars 2006, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période de moins de 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 mars 2006, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période de moins de 24 mois.

Rendement des fonds de couverture

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement pour le trimestre terminé le 31 mars 2006.

**Trimestre
terminé le
31 mars 2006**

Stratégie

Engagée	4,05 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2,73 %
Arbitrage sur la structure du capital	2,67 %
Arbitrage sur obligations convertibles	10,10 %
Arbitrage sur titres de sociétés en difficulté	3,10 %
Valeur relative liée au secteur de l'énergie	-3,02 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	3,51 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	8,21 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	2,28 %
Multistratégie	5,75 %
Arbitrage sur réassurance	0,94 %
Arbitrage statistique	7,32 %
Financement structuré	3,11 %

Distributions

Le tableau qui suit présente l'historique des distributions de la Fiducie sur les deux exercices les plus récents.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature de la distribution à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
31 décembre 2003	29 janvier 2004	Remboursement de capital Autre revenu Gain réalisé	0,03119 \$ 3,04199 \$ <u>0,59682 \$</u> 3,67000 \$
31 mai 2004	25 juin 2004	Remboursement de capital Autre revenu	0,00103 \$ <u>0,31897 \$</u> 0,32000 \$
30 juin 2004	29 juillet 2004	Remboursement de capital Autre revenu	0,00101 \$ <u>0,31545 \$</u> 0,31646 \$
30 septembre 2004	29 octobre 2004	Remboursement de capital Autre revenu	0,00099 \$ <u>0,30901 \$</u> 0,31000 \$
31 décembre 2004	28 janvier 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,00289 \$ <u>0,89711 \$</u> 0,90000 \$
31 mars 2005	28 avril 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20703 \$ <u>0,09297 \$</u> 0,30000 \$
30 juin 2005	29 juillet 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20013 \$ <u>0,08987 \$</u> 0,29000 \$
30 septembre 2005	28 octobre 2005	Remboursement de capital Autre revenu	0,20013 \$ <u>0,08987 \$</u> 0,29000 \$
31 décembre 2005	30 janvier 2006	Remboursement de capital Autre revenu	0,19323 \$ <u>0,08677 \$</u> 0,28000 \$
31 mars 2006	28 avril 2006	À déterminer	0,28000 \$

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

Mettant à profit son savoir-faire dans la constitution de portefeuilles peu sensibles au marché dont l'objectif est de dégager des rendements constants dans des conjonctures normales et extrêmes, Northwater tente d'offrir une source fiable de valeur ajoutée alpha pouvant être adaptée au niveau de risque que les investisseurs actifs sont prêts à prendre en fonction de leur budget. De plus, la capacité d'indexation qui fait la force de Northwater donne aux investisseurs accès aux marchés internationaux d'actions et de titres à revenu fixe, de manière à constituer un portefeuille unique offrant un excellent rapport actif-passif. La technologie éprouvée de Northwater en matière de structuration combine ensuite ces deux composantes pour créer un cadre alpha portable en vue d'atteindre les objectifs risque-rendement des investisseurs 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, qui atteint un total d'environ 10,9 G\$ CA, dont 4,5 G\$ CA étaient investis dans des fonds de couverture au 31 décembre 2005. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater a toujours mis 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 offre des conseils à des clients institutionnels au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans le reste de l'Europe. Elle a des bureaux à Toronto et à New York.

En 1997, Northwater a lancé le Northwater Market-Neutral Trust, premier instrument de placement de ce type négocié en Bourse au Canada, afin d'investir dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu sensibles au marché. Northwater offre également des conseils à Northwater Five-Year Market-Neutral Trust et à Northwater Top 75 Income Trust^{Plus}, deux 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
Adresse électronique : 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
Adresse électronique : 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
Adresse électronique : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

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

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers s.r.l.
Bureau 3000, C. P. 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
Adelaide Street Postal Station
Toronto (Ontario) M5C 2W9
Téléphone : 1-800-387-0825

POUR PLUS DE RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :

Mohamed Khaki ou Stephen Foote
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Adresse électronique : mpt@northwatercapital.com

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

Symbole TSE : NMN.UN

Also available in English



