

**NORTHWATER**

**Northwater Five-Year Market-Neutral Trust**  
**31 décembre 2004**  
**Rapport annuel**





## TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de gestion	5
Rapport du conseil consultatif aux porteurs de parts	16
Responsabilité de la direction	18
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	19
Northwater Capital Management Inc.	34

## MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe offrant, par le biais d'un contrat à terme, le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et le rendement d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable. Les parts de la Fiducie se négocient à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Au 31 décembre 2004, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 23,89 \$. Au cours de l'exercice de six mois écoulé depuis la création de la Fiducie le 30 juin 2004, la valeur liquidative par part a augmenté de 5,94 %, compte tenu de distributions par part de 0,8750 \$ et d'après une valeur liquidative par part de 23,35 \$ après les frais de placement. Une nouvelle émission de 700 000 parts a eu lieu le 13 décembre 2004.

Le marché des actions et le marché obligataire ont enregistré des gains notables au cours du deuxième semestre de l'année 2004, malgré l'incertitude persistante quant à l'environnement macroéconomique mondial, à la durabilité de la reprise économique aux États-Unis et à l'augmentation spectaculaire des prix de l'énergie à l'échelle mondiale. Au cours de ce semestre, l'indice S&P 500 a augmenté de 9,28 % en dollars américains, mais de seulement 3,14 % en dollars canadiens, puisque le dollar américain a considérablement perdu de sa valeur au cours de l'année.

La politique de la banque centrale a été plutôt musclée aux États-Unis, où la Réserve fédérale a augmenté quatre fois les taux depuis leur augmentation le 30 juin. Ces augmentations sont une conséquence de la relance de l'économie américaine, des pressions inflationnistes modérées et de la dépréciation du dollar. Contre toute attente, le rendement des obligations à long terme est tombé à un des plus bas niveaux jamais enregistrés, ce qui a suscité un excellent rendement dans tous les secteurs du marché obligataire. La vigueur du marché obligataire a eu une incidence favorable sur le rendement de la Fiducie grâce au swap de taux d'intérêt fixe-variable dont elle dispose.

La volatilité a diminué au cours de l'année pour atteindre des plateaux quasi-records dans la plupart des secteurs des marchés financiers. Par contre, les bourses de marchandises ont enregistré des taux de volatilité plus élevés. Parallèlement à ces variations, les écarts de taux des sociétés ont continué à se resserrer, ce qui reflète les perspectives d'amélioration de l'économie et de la situation financière des sociétés.

Northwater a continué d'améliorer la composition du portefeuille de la Fiducie de façon à tirer parti de l'évolution de la conjoncture et à diversifier davantage ses investissements. À la fin de l'exercice, la Fiducie avait des placements dans 43 fonds de couverture répartis dans 13 stratégies de choix.

Les fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances et les fonds d'arbitrage sur titres en difficulté ont réalisé d'excellents rendements pour l'exercice grâce au resserrement des écarts de taux et à l'amélioration de la conjoncture. S'il est vrai que ces stratégies ont tiré parti de la conjoncture favorable, nous prévoyons que le savoir-faire des gestionnaires de fonds de couverture permettra de maintenir des rendements positifs dans un contexte plus difficile en 2005.

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

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

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

La stratégie de réassurance a affiché un rendement négatif en 2004 en raison du nombre exceptionnel d'événements catastrophiques survenus au cours de l'année. Dans ce contexte, la modeste baisse du rendement obtenu rend compte de la valeur d'un portefeuille dont les gestionnaire de fonds de couverture de réassurance ont bien soupesé la composition et géré les risques.

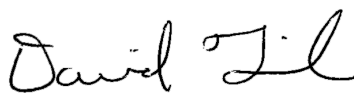
La nouvelle stratégie axée sur la valeur relative de fonds énergétiques a procuré un rendement positif en 2004, ce qui montre l'importance que nous accordons à l'apport de nouvelles sources diversifiées de rendement à notre combinaison de stratégies.

Les rendements de la Fiducie demeurent peu réactifs au marché et nous sommes satisfaits des résultats obtenus jusqu'à présent. Afin d'améliorer encore davantage la composition du portefeuille de fonds de couverture peu réactifs au marché, nous continuerons d'évaluer de nouveaux gestionnaires et de nouvelles stratégies. Northwater demeure également en faveur des portefeuilles à rendement peu réactif au marché, une stratégie qu'elle juge essentielle pour une réelle diversification de son portefeuille. L'investissement de la Fiducie dans un portefeuille bien structuré de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché offre l'un des meilleurs rendements ajustés en fonction du risque disponibles sur le marché aujourd'hui.



DANIEL C. R. MILLS, CFA

L'administrateur délégué et  
directeur des placements



DAVID S. FINCH, CFA

Vice-président

Le 28 février 2005

## RAPPORT DE GESTION

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

Tous les montants qui figurent dans le présent rapport sont présentés en dollars canadiens, à moins d'indication contraire.

### Objectifs de placement

Les objectifs de placement de la Fiducie s'établissent comme suit :

1. Distributions : verser aux porteurs de parts des distributions en espèces trimestrielles avantageuses sur le plan fiscal de 0,4375 \$ la part (1,75 \$ par année pour un rendement de 7 % sur le prix de souscription de 25,00 \$ la part);
2. Faible corrélation : veiller à ce que le rendement de la Fiducie ait une faible corrélation avec les principaux marchés des actions et des valeurs à revenu fixe pendant la durée de la Fiducie;
3. Faible volatilité : maintenir une faible volatilité, c'est-à-dire semblable à la volatilité d'un portefeuille d'obligations à moyen terme et inférieure à la moitié de la volatilité des principaux marchés des actions; et
4. Remboursement de capital : remettre aux porteurs de parts au moins le prix de souscription initial des parts de 25,00 \$ la part au plus tard le 30 juin 2009.

La Fiducie est aussi tenue de distribuer l'ensemble de son revenu net et de ses gains en capital nets matérialisés de manière à ne pas avoir à payer d'impôt sur le revenu en vertu de la partie I de la Loi de l'impôt sur le revenu.

Le dernier budget fédéral comprend une mesure visant à éliminer la règle sur les biens étrangers pour les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à impôt différé. Cette modification n'a aucune incidence sur la Fiducie, puisque cette dernière a toujours rempli les conditions requises pour détenir des REER et des FERR à titre de biens canadiens.

## Stratégie de placement

La Fiducie a investi le produit net de son placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »). La Fiducie a conclu un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») ayant une notation de « AA- » afin de bénéficier du rendement de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société dispensée établie en vertu des lois des îles Caïmans et conseillée par le conseiller en placement, en échange du rendement du portefeuille d'actions ordinaires. Dans le cadre du contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été donné en gage au cocontractant. La variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'a aucune incidence sur l'évaluation de la Fiducie, car les gains ou les pertes sont contrebalancés par le contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est établi d'après son exposition au Fonds, par le biais du contrat à terme.

Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à environ 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2004 s'établissait à 147 %. Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller a recours à des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages qui découlent de la diversification et de réduire la volatilité prévue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un solide rendement ajusté en fonction du risque, le conseiller est d'avis que l'exposition de la Fiducie au Fonds, qui détient 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 du Fonds et celui des principaux marchés des actions et des valeurs à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le biais du contrat à terme augmentera le risque pour les porteurs de parts et n'améliorera pas le rendement si la valeur du portefeuille de fonds de couverture diminue.

En vertu du contrat à terme, la Fiducie s'expose aussi aux swaps de taux (les « swaps ») conclus par le Fonds. Grâce à ces swaps, la Fiducie obtiendra un taux composite fixe de 4,30 % sur la durée de la Fiducie, majoré du rendement excédant les taux du marché monétaire obtenus par l'exposition au portefeuille diversifié des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Par exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient augmenter (ou diminuer) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (ou diminuerait) d'environ 4,0 %.

La Fiducie a le droit d'emprunter un montant n'excédant pas 10 % de la valeur de son actif net afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges.

Au 31 décembre 2004, la Fiducie n'avait aucun prêt en cours.

## Procédé de gestion des placements

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

Le conseiller a élaboré un processus exclusif de sélection qui lui permet de se prononcer sur les choix de placement et de surveiller les fonds de couverture dans lesquels le Fonds pourrait investir. Ce processus exclusif de sélection fait partie intégrante de la stratégie du conseiller en placement visant à accroître la valeur au fil du temps et il comprend les étapes suivantes :

1. La création d'un ensemble à volets multiples de principes en matière de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes d'investissement ont évolué et continuent d'évoluer parallèlement à l'expérience qu'acquiert le conseiller en matière de placement dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et de gestion de stratégies complexes visant des instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie nécessaire à la gestion de stratégies peu réactives au marché et de stratégies d'instruments dérivés de haute technicité. Le conseiller a réuni une équipe de professionnels en matière de placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de risques essentiels à la gestion d'un fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haute technicité.
3. Une recherche mondiale progressive de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes et aux critères en matière de placement du conseiller et du Fonds quant à la faible réactivité au marché et aux rendements élevés ajustés en fonction du risque. La recherche du conseiller vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une expertise dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes en matière de placement du conseiller et aux objectifs du Fonds.

5. L'utilisation de procédures quantitatives spécifiques qui font partie intégrante de la méthode d'investissement du conseiller, notamment 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 montage de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les essais de scénarios.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, notamment des évaluations du gestionnaire de fonds de couverture comportant des entrevues menées sur place, des évaluations mensuelles des portefeuilles et diverses références sectorielles. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire d'un fonds de couverture et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel d'un gestionnaire de fonds de couverture, son équipe de professionnels en placement et ses plans d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 13 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Enfin, un contrôle préalable rigoureux qui doit généralement être réalisé avant que le conseiller ne recommande un placement. Ce processus comprend de nombreuses entrevues menées sur place par des professionnels en placement du conseiller, un rapport de contrôle préalable complet de la stratégie et de l'exploitation, une révision juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds de couverture au portefeuille de fonds de couverture. 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 outre, le conseiller gère les portefeuilles de clients et leur donne des conseils. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises sous réserve des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller entre les portefeuilles des clients d'une manière qu'il juge équitable pour les clients dans les circonstances.

## Portefeuille et activités de placement

Grâce au contrat à terme, la Fiducie est exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller juge relativement inefficaces. Le conseiller est d'avis que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage et de rendement intéressantes.

Le portefeuille de fonds de couverture comporte des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles et, par le fait même, est assujéti aux risques spécifiques à ce type de stratégies de placement. Pour cette raison, le conseiller cherche à diversifier le portefeuille du Fonds en choisissant parmi 13 stratégies de placement différentes. Les fonds de couverture du Fonds, qui sont établis dans des territoires étrangers, préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) américains ou internationaux.

Au cours de l'exercice allant du 30 juin au 31 décembre 2004, le Fonds a investi dans 43 fonds de couverture.

Au 31 décembre 2004, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de placements dans 43 fonds de couverture gérés par 39 gestionnaires employant 13 stratégies de couverture ou stratégies peu réactives au marché différentes. Le conseiller est d'avis que la vaste gamme de fonds de couverture choisis favorise la diversification au moyen de laquelle le Fiducie cherche à atteindre ses objectifs en matière de rendement ajusté en fonction du risque et de rendement peu réactif au marché.

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

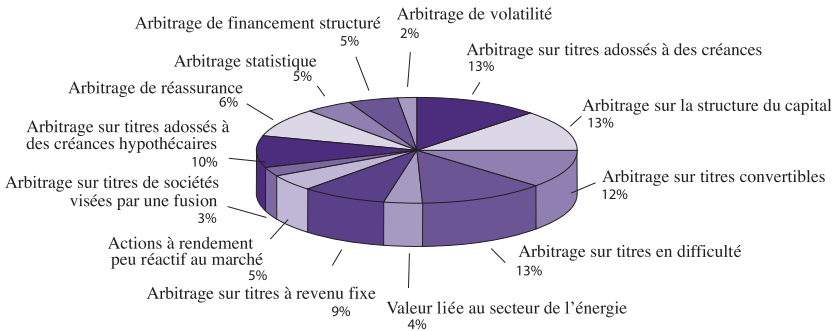
Le tableau qui suit présente des informations concernant le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds auquel est exposée la Fiducie par le biais du contrat à terme.

#### Exposition au portefeuille de fonds de couverture

31 décembre 2004

Stratégie	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur (en dollars américains)	
Arbitrage sur titres adossés à des créances	5	8 024 230	\$ 13%
Arbitrage sur la structure de capital	3	5 660 546	10%
Arbitrage sur titres convertibles	3	4 352 578	7%
Arbitrage sur titres en difficulté	4	6 582 534	11%
Valeur liée au secteur de l'énergie	2	1 940 669	3%
Arbitrage sur titres à revenu fixe	4	4 803 193	8%
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	1 466 163	2%
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	5 793 546	10%
Multistratégies	9	12 531 886	21%
Arbitrage de réassurance	2	3 573 589	6%
Arbitrage statistique	1	802 900	1%
Arbitrage de financement structuré	4	4 029 311	7%
	43	59 561 145	\$ 100%

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



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

Stratégie	31 décembre 2004
Arbitrage sur titres adossés à des créances	3,83 %
Arbitrage sur la structure du capital	3,98 %
Arbitrage sur titres convertibles	2,24 %
Arbitrage sur titres en difficulté	3,18 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2,04 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1,57 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1,12 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4,21 %
Arbitrage de réassurance	4,14 %
Arbitrage statistique	1,20 %
Arbitrage de financement structuré	2,23 %
Multistratégies	4,48 %

## Profil de risque

Le tableau ci-dessous dresse, pour l'exercice allant du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004, l'information jugée pertinente par le gérant concernant les éléments du profil de risque de la Fiducie et de l'exposition de la Fiducie au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
Nombre de rendements mensuels positifs	5
Nombre de rendements mensuels négatifs	1
Pourcentage des mois négatifs	16,7%
Rendement moyen des mois négatifs	-0,18%
Rendement mensuel le plus bas	-0,18%

<b>Statistiques des fonds de couverture</b>	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif (1)	36
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif (1)	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture (2)	3,44%
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture (3)	0,147

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

## Examen des résultats financiers

### Rendement

Pour l'exercice allant du 30 juin au 31 décembre 2004, la Fiducie a affiché un rendement de 5,94 %, compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. L'exposition aux stratégies fondées sur la valeur liée au secteur de l'énergie, l'arbitrage sur titres en difficulté et l'arbitrage sur titres adossés à des créances ont été la clé du succès de la Fiducie pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004. Le rendement de la Fiducie a aussi bénéficié de l'exposition au swap de taux d'intérêt au cours de l'exercice.

La Fiducie n'a pas été tenue de racheter ses parts aux termes de son programme d'achat de parts à des fins d'annulation, puisque le cours des parts de la Fiducie destinées à la vente au cours de l'exercice allant du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004 n'a pas été inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part. Au cours de cet exercice, le programme n'a par conséquent pas contribué au rendement global de la Fiducie.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004.

<b>Stratégie</b>	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
Arbitrage sur titres adossés à des créances	5,11 %
Arbitrage de structure du capital	3,13 %
Arbitrage sur titres convertibles	1,49 %
Arbitrage sur titres en difficulté	10,05 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	12,93 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	-2,33 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	4,23 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	3,52 %
Multistratégies	5,25 %
Arbitrage de réassurance	-0,96 %
Arbitrage statistique	0,01 %
Arbitrage de financement structuré	4,86 %

## 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, 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 fournie par les administrateurs ou les gestionnaires de ces fonds de couverture sous-jacents. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée tous les mois. Au cours de l'exercice allant du 30 juin au 31 décembre 2004, elle a oscillé entre 23,28 \$ et 24,12 \$, compte tenu des distributions.

Le cours des parts de la Fiducie est fonction des opérations conclues par les acheteurs et les vendeurs. Au cours de l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004, le cours de clôture quotidien des parts s'est situé entre 24,60 \$ et 26,40 \$.

## Distributions

Les distributions de l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004 se sont élevées à 0,8750 \$ par part pour un total de 2 520 000 \$.

La nature des distributions trimestrielles à des fins fiscales sera établie à la fin de l'exercice, conformément à la convention de fiducie et aux lois sur l'impôt en vigueur. 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 payées par la Fiducie, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée aux lois sur l'impôt à mesure qu'elles surviennent.

### Historique des distributions

<b>Date de clôture des registres</b>	<b>Date de paiement des distributions</b>	<b>Nature des distributions à des fins fiscales</b>	<b>Montant par part</b>
30 septembre 2004	15 octobre 2004	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 décembre 2004	14 janvier 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$

## Frais

La Fiducie verse au gérant des frais de gestion correspondant à 0,15 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont payés mensuellement au gérant, à terme échu.

La Fiducie versera au gérant des frais de service qui correspondront chaque année à 0,30 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont cumulés sur une base mensuelle et calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre. Le gérant utilisera les frais que lui verse la Fiducie pour payer les courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtier à la fin du trimestre visé. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

La Fiducie versera au cocontractant du contrat à terme des frais de financement correspondant chaque année à environ 0,55 % de la valeur comptable du Fonds ainsi que des frais fondés sur la valeur comptable du portefeuille d'actions ordinaires, qui seront calculés et payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse aussi au conseiller des frais de conseil qui correspondent chaque année à 1,15 % de l'actif net du Fonds. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et sont payés mensuellement, à terme échu.

### Revenu net découlant des activités

Pour l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004, le revenu net découlant des activités de la Fiducie s'est élevé à 3 569 484 \$.

Conformément aux objectifs de la Fiducie, les gains et les pertes non matérialisés sur le portefeuille d'actions ordinaires et sur le contrat à terme ont été les principaux éléments du revenu découlant des activités. La variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'a aucune incidence sur l'évaluation de la Fiducie, car les gains ou les pertes sont contrebalancés par le contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est établi d'après son exposition au Fonds, par le biais du contrat à terme.

Le tableau qui suit présente le ratio des charges pour l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004. Le poste intitulé « Total des charges » présente le ratio des charges totales à l'actif net moyen pondéré. Le poste qui suit présente une autre mesure que le gérant juge utile aux investisseurs et qui fournit des renseignements additionnels sur les charges de la Fiducie.

<b>Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré</b>	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
Total des charges *	1,82 %
Total des charges, déduction faite des frais de financement *	0,96 %

\*Données annualisées

## Achats aux fins d'annulation

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2,5 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts destinées à la vente est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux, à la date d'évaluation précédente.

En septembre 2004, la Fiducie a déposé à 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 concurrence de 253 000 parts, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées en vertu de l'offre sont annulées.

Dans le cadre de ce programme, la Fiducie n'a racheté aucune part pour annulation au cours de l'exercice du 30 juin au 31 décembre 2004.

## Rapport du conseil consultatif aux porteurs de parts

Le conseil consultatif (le « conseil consultatif ») de la Fiducie est heureux de présenter un rapport de ses activités pour l'exercice de six mois terminé le 31 décembre 2004.

Le rôle du conseil consultatif consiste à offrir des conseils indépendants au gérant dans le cadre de ses responsabilités en tant que fiduciaire et 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 soumis au conseil consultatif par le gérant et offrir un avis impartial sur ce cas;
- à surveiller et à examiner tout cas d'opérations entre personnes apparentées soumis au conseil consultatif par le gérant et offrir un avis impartial sur ce cas;
- à recevoir et à examiner les rapports périodiques fournis au conseil consultatif par le gérant à l'égard de : i) l'exploitation et le rendement de la Fiducie en général, ii) la conformité aux normes d'investissement de la Fiducie, iii) la conformité des contrats importants de la Fiducie; et
- le cas échéant, à étudier toute autre question requise par l'acte de fiducie daté du 18 juin 2004 (l'« acte de fiducie »), par les lois sur les valeurs mobilières, les règlements et les règles en vigueur.

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 2004, les membres du conseil consultatif ont tenu trois réunions régulières. M. Francoz et Mme Marshall ont assisté à toutes les réunions du conseil consultatif.

Les questions traitées au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2004 comprenaient l'examen du mandat du conseil consultatif, le reclassement de parts de trésorerie de la Fiducie en décembre et la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriel et annuel.

Le conseil consultatif signale que l'attitude de 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 comme 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 le gérant, en examinant tout cas de conflit d'intérêts réel ou imminent soumis au conseil consultatif par le gérant et en y donnant suite ainsi qu'en tenant des réunions périodiques pour analyser les activités du gérant à titre de fiduciaire et de gérant 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.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Jeffrey D. Francoz". The signature is stylized with large loops and a prominent initial "J".

**Jeffrey D. Francoz**

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Ann Marshall". The signature is written in a cursive style with a large initial "A".

**Ann Marshall**

## Responsabilité de la direction

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

Le gérant prend les moyens requis pour s'assurer de la pertinence et de la fiabilité des renseignements financiers. Les états financiers ont été dressés conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada. Certains des montants qu'ils contiennent sont fondés sur des estimations et sur le jugement. Les principales conventions comptables que la direction estime appropriées pour la Fiducie sont décrites à la note 2 afférente aux états financiers.

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



Benita M. Warmbold, CA

Administratrice déléguée et  
chef des finances

Northwater Fund  
Management Inc.



Daniel C.R. Mills, CFA

Administrateur délégué et  
chef de l'investissement

Northwater Fund  
Management Inc.

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

Nous avons vérifié les états de l'actif net et des titres en portefeuille de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») ainsi que les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie de l'exercice allant du 30 juin 2004 (date du début des activités) au 31 décembre 2004. 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 notre vérification.

Notre vérification a été effectuée 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 au 31 décembre 2004 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour l'exercice allant du 30 juin 2004 (date du début des activités) au 31 décembre 2004 selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.



Comptables agréés  
Toronto, Ontario  
Le 4 mars 2005

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

### État de l'actif net

31 décembre 2004

#### Actif

Encaisse et placements à court terme (coût : 3 800 027 \$)	3 811 404 \$
Actions ordinaires – à la juste valeur (note 3) (coût : 71 524 880 \$)	75 000 065
Contrat à terme (note 8)	521 707
	79 333 176

#### Passif

Honoraires, droits de garde et autres frais	121 874
Frais de financement à terme à payer	163 552
Distributions à payer (note 7)	1 413 125
Frais de placement à payer	461 241
	2 159 792

<b>Actif net et capitaux propres (note 4)</b>	<b>77 173 384 \$</b>
---	----------------------

<b>Nombre de parts en circulation (note 4)</b>	<b>3 230 000</b>
--	------------------

<b>Valeur liquidative par part</b>	<b>23,89 \$</b>
------------------------------------	-----------------

Signé au nom du gérant,

Northwater Fund Management Inc.

Per: 

Per: 

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

### État des résultats

Exercice du 30 juin 2004  
au 31 décembre 2004

#### Revenu de placement

Intérêts	141 463 \$
	141 463

#### Charges

Commissions d'engagement (note 6)	10 792
Frais de service (note 5)	109 221
Frais de financement à terme (note 5)	267 376
Frais de gestion (note 5)	50 324
Honoraires et droits de garde	71 846
Autre frais	59 312
	568 871

<b>Perte nette de placement</b>	<b>(427 408)</b>
---------------------------------	------------------

#### Gain non matérialisé sur les placements

Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée des éléments suivants :

Actions ordinaires	3 475 185
Contrat à terme	521 707

<b>Gain non matérialisé sur les placements pour l'exercice</b>	<b>3 996 892</b>
--	------------------

<b>Revenu net découlant des activités pour l'exercice</b>	<b>3 569 484 \$</b>
---	---------------------

<b>Revenu net découlant des activités par part pour l'exercice*</b>	<b>1,36 \$</b>
---	----------------

\*Selon un nombre moyen pondéré de 2 630 000 parts en circulation au cours de l'exercice.

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

## État de l'évolution de l'actif net

	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
<b>Actif net au début de l'exercice</b>	- \$
<b>Revenu net découlant des activités pour l'exercice</b>	3 569 484
<b>Opérations sur les capitaux propres (note 4)</b>	
Parts émises	77 173 900
Frais de placement déduits	(1 050 000)
	76 123 900
<b>Distributions aux porteurs de parts (note 7)</b>	
Remboursement de capital	(2 520 000)
	(2 520 000)
<b>Actif net à la fin de l'exercice</b>	77 173 384 \$
<b>Distributions par part pour l'exercice *</b>	0,8750 \$

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

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

### État des flux de trésorerie

	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>	
Revenu net découlant des activités	3 569 484 \$
Éléments hors trésorerie :	
Variation de la plus-value non matérialisée des actions ordinaires	(3 475 185)
Variation de la plus-value non matérialisée du contrat à terme	(521 707)
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :	
Variation des comptes créditeurs	285 426
Achat d'actions ordinaires	(71 524 880)
	(71 666 862)
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>	
Emission de parts	77 173 900
Versement de distributions	(1 106 875)
Paieiment de frais de placement	(588 759)
	75 478 266
Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme	3 811 404
Encaisse et placements à court terme au débutde l'exercice	-
<b>Encaisse et placements à court terme à la fin de l'exercice</b>	<b>3 811 404 \$</b>

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

### État des titres en portefeuille

31 décembre 2004

	Date d'échéance	Nombre d'actions/ valeur nominale	Coût	Juste valeur/ valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placement
<b>Portefeuille d'actions ordinaires</b>					
Corporation Nortel Networks*		1 170 704	5 274 900 \$	4 870 129 \$	6,14%
Research In Motion Ltd*		60 000	5 277 280	5 926 800	7,47%
Inco Limitée*		108 800	4 763 104	4 787 200	6,03%
Shoppers Drug Mart Corp*		137 600	4 765 021	5 128 352	6,46%
ATI Technologies Inc*		224 400	4 763 672	5 219 544	6,58%
Celestica Inc*		229 100	4 771 783	3 871 790	4,88%
Cognos Inc*		103 100	4 770 426	5 445 742	6,86%
Biovail Corp *		234 000	4 770 272	4 630 860	5,84%
Precision Drilling Corp*		71 300	4 770 651	5 384 576	6,79%
Corporation Cott *		128 800	4 770 162	3 822 784	4,82%
Angiotech Pharmaceuticals Inc*		212 500	4 771 539	4 721 750	5,95%
Masonite International Corp*		120 100	3 742 316	4 957 728	6,25%
Alimentation Couche Tard Inc*		166 400	4 772 482	5 907 200	7,45%
RONA Inc*		160 400	4 770 990	6 544 320	8,25%
Open Text Corp*		156 900	4 770 282	3 781 290	4,77%
			71 524 880	75 000 065	94,54%
Gain non matérialisé sur le contrat à terme (note 8)			-	521 707	0,66%
<b>Total des placements</b>			71 524 880	75 521 772	95,20%
<b>Encaisse</b>			322 370	322 370	0,41%
<b>Dépôt bancaire</b>					
Banque de Nouvelle-Écosse	4 janvier 2005	400 000	397 528	399 888	0,50%
<b>Effets de commerce</b>					
Ridge Trust	6 janvier 2005	1 500 000	1 490 385	1 499 370	1,89%
Smart Trust	1 avril 2005	1 600 000	1 589 744	1 589 776	2,00%
<b>Encaisse et placements à court terme</b>			3 500 000 \$	3 811 404	4,80%
<b>Total des placements du portefeuille</b>			75 324 907 \$	79 333 176	100,00%
<b>Passif, montant net</b>				(2 159 792)	
<b>Actif net et capitaux propres</b>				77 173 384 \$	

\* Titres donnés en garantie au cocontractant relativement au contrat à terme.

Les placements à court terme détenus au 31 décembre 2004 ont un rendement se situant entre 2,56 % et 2,58 %.

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

### Notes afférentes aux états financiers

Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004

---

#### 1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Five-Year 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 datée du 18 juin 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire et la Compagnie Trust Royal (« Trust Royal »), à titre de dépositaire. La Fiducie a commencé ses activités le 30 juin 2004 après son premier appel public à l'épargne. La Fiducie a émis des parts additionnelles le 31 décembre 2004 au moyen d'un reclassement de parts. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. La Fiducie sera liquidée le 30 juin 2009 ou vers cette date (la « date de liquidation »). L'actif net sera alors distribué aux porteurs de parts (au pro rata de leurs parts), sauf si, à une réunion convoquée à cet effet, les porteurs de parts votent par une majorité de deux tiers des voix en faveur du report de la date de liquidation de la Fiducie.

Les actifs de la Fiducie investis dans l'encaisse, les placements à court terme et les actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») sont combinés à un contrat à terme afin d'obtenir un rendement tiré d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché.

#### 2. Principales conventions comptables

Les présents états financiers ont été préparés selon les principes comptables généralement reconnus du Canada. Aucun chiffre correspondant n'est fourni du fait que la Fiducie a commencé ses activités le 30 juin 2004.

##### (a) Placements

Les opérations de placement sont comptabilisées à la date de l'opération. Les placements sont évalués le dernier jour de chaque mois (la « date d'évaluation »).

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

Les actions ordinaires inscrites à une Bourse sont évaluées au cours vendeur

de clôture à chaque date d'évaluation. La valeur des actions ordinaires qui ne sont pas négociées à cette date correspond à la moyenne du cours vendeur et du cours acheteur de clôture ou au prix de vente le plus récent disponible. Les gains et les pertes matérialisés sont établis selon le coût moyen.

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte, le cas échéant, qui serait matérialisé si, à la date d'évaluation, le contrat à terme était « liquidé ». L'écart entre la juste valeur et le coût constitue le gain ou la perte non matérialisé découlant des placements. La valeur du contrat à terme est déterminée en fonction de la modification de l'évaluation de Northwater Five-Year Market Neutral Fund Limited, qui investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché. Ces placements dans des fonds de couverture peu réactifs au marché sont évalués selon la valeur définitive de l'actif net établie par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds lors de l'évaluation ou, si cette information n'est pas disponible, selon la valeur provisoire de l'actif net la plus récente déterminée en fonction des rendements intermédiaires établis par les administrateurs ou les gestionnaires de portefeuille de ces fonds.

#### (b) 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 l'exercice visé. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

### 3. Placements en actions ordinaires

Le tableau qui suit résume les opérations de placement qui ont été effectuées durant l'exercice.

	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
<b>Actions ordinaires au début de l'exercice, au coût</b>	-
Coût des actions ordinaires acquises	71 524 880
Coût des actions ordinaires vendues	-
<b>Actions ordinaires à la fin de l'exercice, au coût</b>	71 524 880
Plus-value non matérialisée des actions ordinaires	3 475 185
<b>Valeur marchande des actions ordinaires à la fin de l'exercice</b>	<b>75 000 065 \$</b>
Produit de la vente d'actions ordinaires	-
Coût des actions ordinaires vendues	-
<b>Gain net matérialisé sur les actions ordinaires</b>	<b>- \$</b>

#### 4. Parts émises et en circulation

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et représentent une participation égale indivise à 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. Des fractions de parts ne seront pas émises.

Grâce à son premier placement de parts réalisé en juin 2004, la Fiducie a tiré un produit brut de 63 250 000 \$ de l'émission de 2 530 000 parts. La rémunération des placeurs pour compte et les frais de placement relatifs à cette émission se sont élevés à 3 320 600 \$ et à 850 000 \$, respectivement.

Un reclassement de parts réalisé en décembre 2004 a rapporté un produit brut de 18 200 000 \$ tiré de l'émission de 700 000 parts. La rémunération des placeurs pour compte et les frais de placement relatifs à cette émission se sont élevés à 955 500 \$ et à 200 000 \$, respectivement.

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2,5 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. En outre, la Fiducie peut, en tout temps, faire l'acquisition de parts lorsqu'elles sont offertes à un prix inférieur à leur valeur liquidative. Quant à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours, la Fiducie n'a acheté aucune part au cours de l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004.

Les opérations sur les parts suivantes ont eu lieu au cours de l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004 :

	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
<b>Nombre de parts en circulation au début de l'exercice</b>	-
Parts émises au cours de l'exercice	3 230 000
Parts annulées au cours de l'exercice	-
<b>Nombre de parts en circulation à la fin de l'exercice</b>	<b>3 230 000</b>

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les opérations suivantes portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (déficit) ont été conclues au cours de l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004 :

	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
<b>Capital social au début de l'exercice</b>	-
Produit brut du placement (moins la rémunération des placeurs pour compte)	77 173 900
Frais d'émission	(1 050 000)
<b>Capital social à la fin de l'exercice</b>	<b>76 123 900</b>
	<b>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</b>
<b>Bénéfices non répartis au début de l'exercice</b>	-
Revenu net découlant des activités de l'exercice	3 569 484
Distributions aux porteurs de parts	(2 520 000)
<b>Bénéfices non répartis à la fin de l'exercice</b>	<b>1 049 484 \$</b>

## 5. Frais de gestion, frais de conseil et autres frais

La Fiducie a retenu les services Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») pour agir à titre de gérant selon les modalités d'une entente de gestion datée du 18 juin 2004. Northwater Capital Management Inc. agit à titre de conseiller (le « conseiller »). Le conseiller est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la Loi sur les contrats à terme sur marchandises (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau Brunswick, de l'Île-du-Prince Édouard, de la Nouvelle Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée Investment Advisers Act of 1940, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée Commodity Exchange Act, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la « NFA »).

Outre les services aux porteurs de parts de la Fiducie, le gérant est responsable de l'administration courante de la Fiducie et de la gestion du portefeuille de titres. En contrepartie de ces services, le gérant touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,15 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais de gestion sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et sont payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse également au conseiller des frais de conseil qui correspondent à 1,15 % par année de l'actif net du Fonds. Ces frais sont comptabilisés, calculés et payés mensuellement, à terme échu. Pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004, les frais de conseil se sont établis à 312 568 \$ US.

La Fiducie verse au gérant des frais de service qui correspondent chaque année à 0,30 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais, qui sont calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre, sont versés par le gérant aux courtiers en valeurs inscrits en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais de financement sont versés au cocontractant du contrat à terme (tel qu'il est défini plus bas), à l'égard duquel la Fiducie a une exposition par le biais d'un contrat d'achat et de vente à terme. Ces frais de financement correspondent à environ 0,55 % par année de la valeur comptable de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited et sont majorés de frais pouvant varier en fonction de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ces frais sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

## 6. Emprunt bancaire

La Fiducie a une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière canadienne (la « banque »). Cette facilité lui confère le droit d'emprunter des fonds en dollars canadiens n'excédant pas 6 000 000 \$ ou 10 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie, selon le moindre des deux, afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges. Les intérêts et les commissions d'engagement sont payables tous les mois. Les taux d'intérêt sont établis en fonction du taux préférentiel ou du taux des acceptations bancaires des fonds canadiens, ou des deux. Les actifs de la Fiducie ont été donnés en cautionnement général à la banque.

Pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004, la Fiducie n'a aucun encours sur la marge de crédit.

## 7. Distributions

La Fiducie paie aux porteurs de parts des distributions trimestrielles de 0,4375 \$ par part.

Pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004, les distributions effectuées par la Fiducie se sont élevées à 0,8750 \$ par part pour un total de 2 520 000 \$.

## 8. Contrat à terme

La Fiducie a conclu un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») afin de s'exposer à un portefeuille diversifié de fonds de couverture (le « portefeuille de fonds de couverture ») et à un swap de taux d'intérêt sur le rendement de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à environ 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2004 s'établissait à 147 %. La Fiducie a fait l'acquisition du portefeuille d'actions ordinaires présenté à l'état des titres en portefeuille. La Fiducie a convenu de céder le portefeuille d'actions ordinaires au cocontractant, à la date de liquidation ou aux environs de cette date, en contrepartie du produit du rachat du Fonds, déduction faite des frais de financement engagés par le cocontractant. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la modification de l'évaluation du Fonds.

Au 31 décembre 2004, le montant nominal de référence du contrat à terme se chiffrait à 71 499 998 \$ CA et à 35 785 713 \$ US.

Les variations de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'ont pas d'incidence sur la valeur de l'actif net de la Fiducie, étant donné que toute diminution ou augmentation de la valeur du portefeuille est contrebalancée par une diminution ou une augmentation correspondante de la valeur du contrat à terme.

Le 31 décembre 2004, la Fiducie offrait, par le biais du contrat à terme, une exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché répartis entre les stratégies de placement suivantes : 11,53 % en arbitrage sur titres adossés à des créances, 8,13 % en arbitrage sur la structure du capital, 6,25 % en arbitrage sur obligations convertibles, 9,46 % en arbitrage sur titres en difficulté, 6,90 % en arbitrage sur titres à revenu fixe, 2,79 % en fonds axés sur la stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie, 2,11 % en arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion, 8,32 % en arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires, 5,13 % en arbitrage de réassurance, 1,15 % en arbitrage statistique, 5,79 % en financement structuré et 18,01 % en fonds multistratégies. Au 31 décembre 2004, l'évaluation du swap de taux d'intérêt et des liquidités en pourcentage du portefeuille total du fonds s'établissait à 12,5 % et à 1,93 %, respectivement. L'évaluation des fonds de couverture composait le reste 85,57%.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par le

gérant. Au 31 décembre 2004, la notation du cocontractant était « AA- ». La Fiducie peut recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des modalités du contrat à terme, la Fiducie peut résilier le contrat si la cote de crédit du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

La Fiducie, par son exposition au swap de taux d'intérêt dans le Fonds, s'expose aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. Par exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient augmenter ou diminuer de 1 %, la valeur de l'actif net de la Fiducie augmenterait ou diminuerait d'environ 4 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

## 9. Impôts sur le revenu

Aux termes de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (la « Loi de l'impôt »), la Fiducie constitue une « fiducie de fonds commun de placement ». Aux fins du calcul de son revenu imposable, la Fiducie traitera les gains ou les pertes découlant de la cession des actions ordinaires en vertu du contrat à terme en tant que gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets matérialisés tirés de ses placements, sera payée ou payable aux porteurs de parts chaque année civile, la Fiducie n'aura pas à verser d'impôt 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, qui est appelée « remboursement de capital », n'est pas imposable entre les mains des porteurs de parts, mais elle réduit le prix de base rajusté des parts aux fins de l'impôt. Il se peut que le revenu imposable net diffère du revenu net comptabilisé dans les états financiers.

Au 31 décembre 2004, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 230 000 \$ échéant à compter de 2011 et d'aucun report de pertes en capital.

## 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 les frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute

action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou intentée, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation 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 l'agent des transferts pour la totalité ou une partie des actions et des poursuites entamées pour cause de pertes, de dommages, de frais, de charges, d'honoraires de conseil, de paiements, de dépenses et de passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie;
- 3) une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et dommage et pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, perte, action et procédure de toute sorte causé par elle en tant que détentrice du portefeuille d'actions ordinaires;
- 4) une indemnité payable au dépositaire et à ses sociétés affiliées, filiales et mandataires et à leurs administrateurs, dirigeants et employés pour tous les frais juridiques, jugements rendus et montants de règlement versés, découlant réellement et raisonnablement des services de garde et de sous-garde offerts. L'indemnité n'est toutefois pas payable dans les cas de manque de diligence appropriée;
- 5) une indemnité payable au fiduciaire, au gérant, à une société affiliée du fiduciaire ou du gérant ou du porteur de parts pour toutes les charges subies raisonnablement relativement à toute action, poursuite ou procédure à laquelle le fiduciaire, le gérant, la société affiliée du fiduciaire ou du gérant ou du porteur de parts peut être partie du fait d'être indemnisé ou de l'avoir été;
- 6) une indemnité payable à la banque et à ses dirigeants, administrateurs, employés et mandataires pour tous frais, charges et dépenses raisonnables et pour toute réclamation ou perte découlant de ce qui suit : i) la préparation, l'exécution et la livraison de documents sur la préservation des droits et sur le refinancement, la renégociation ou la restructuration des emprunts et des modifications s'y rapportant, et de formulaires d'autorisation ou de consentement; ii) tout conseil du conseiller quant aux droits et aux devoirs de la banque relativement à l'administration de la facilité de crédit; iii) le manquement de la Fiducie à l'égard de tout document de prêt; et iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signée et à l'acquiescement de ses obligations; et
- 7) 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, ou 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.

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 indemnités conclues par la Fiducie peuvent avoir une durée illimitée. Nous ne sommes pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée à ces indemnités, étant donné que les conventions ne précisent pas de montant maximal et que les montants qui peuvent être exigibles dépendent d'éventualités futures dont il n'est pas possible, à l'heure actuelle, de déterminer la nature ni la probabilité.

**NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.**

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

Northwater s'occupe de gestion d'actifs au moyen d'instruments dérivés depuis 1989. Northwater a lancé son premier fonds de fonds de couverture en 1994, créant NewQuant Trust I (anciennement Alpha Star Trust), le premier véhicule de placement du genre au Canada selon Northwater. Le Northwater Market-Neutral Trust est le premier instrument de placement coté en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture.

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

---

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

## GÉRANT DES PLACEMENTS

---

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

## CONSEILLER EN PLACEMENT DE NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL FUND LIMITED

---

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

## CONSEILLERS JURIDIQUES

---

McCarthy Tetrault LLP  
Bureau 4700, Boîte 48  
Toronto Dominion Bank Tower  
Toronto (Ontario) M5K 1E6

## VÉRIFICATEURS

---

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

## POUR DE PLUS AMPLES INFORMATIONS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :

---

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

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

Symbole TSE : NYF.UN

Also available in English.



