

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
31 décembre 2005
Rapport annuel





HISTORIQUE

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. Les états financiers de la Fiducie de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport annuel de la direction sur le rendement de la Fiducie . .	4
Informations supplémentaires	15
Rapport du conseil consultatif aux porteurs de parts	26
Responsabilité de la direction	28
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts et états financiers vérifiés	29
Northwater Capital Management Inc.	47

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, dont les parts sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN, qui offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable, et ce, par l'entremise d'un contrat à terme. Au 31 décembre 2005, la valeur liquidative de la Fiducie par part se chiffrait à 22,47 \$. Pour l'exercice, la valeur liquidative par part a augmenté de 1,29 %. Au cours de l'exercice 2005, l'Indice obligataire universel Scotia Capitaux a progressé de 6,46 %, l'indice composé S&P/TSX, de 24,13 % et l'indice S&P 500, de 4,91 % en dollars américains, ce qui correspond à un gain de 1,82 % en dollars canadiens, étant donné que le dollar américain a perdu de sa valeur au cours de l'exercice. La Fiducie a effectué des distributions de 1,75 \$ au cours de l'exercice.

Le swap de taux d'intérêt fixe-variable a eu une incidence négative d'environ 1,6 % sur le rendement de la Fiducie pour 2005, les taux d'intérêt canadiens à moyen terme ayant augmenté de façon continue depuis l'été de 2005 où ils étaient peu élevés. Plus particulièrement, le swap du taux d'intérêt canadien à quatre ans s'établissait à 4,16 % à la fin de l'exercice, en hausse par rapport à 3,25 % en juin et à 3,69 % à la fin de l'exercice précédent. Le Federal Open Market Committee (« FOMC ») des États-Unis a poursuivi sa politique de resserrement monétaire au cours de l'exercice, la crainte d'une inflation étant exacerbée par les données économiques solides et la hausse des prix de l'énergie. La Banque du Canada a augmenté son taux directeur aux trois dernières dates prévues en 2005. Ces hausses ont eu une forte incidence sur les taux à court terme et ont entraîné un aplatissement de la courbe de rendement au Canada et aux États-Unis.

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

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

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

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

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



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



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

Le 28 février 2006

RAPPORT ANNUEL DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DE LA FIDUCIE

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

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

Objectifs de placement et stratégie

Les objectifs de placement de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (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;
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 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. En vertu 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, au moyen 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 2005 s'établissait à 144 % (147 % au 31 décembre 2004). Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement 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 en placement 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 au moyen 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. La Fiducie devrait obtenir un taux fixe pondéré de 4,30 % pendant la durée de son existence, auquel s'ajoutent les rendements en excédent des taux du marché monétaire qu'elle gagnera du fait de son exposition au portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. La Fiducie est exposée aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 3,2 %.

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 2005, le ratio de levier financier de la Fiducie était de 0,85 % (0 % au 31 décembre 2004).

Risques

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

1. aucune garantie quant à l'atteinte des objectifs de placement et aux taux de rendement
2. historique d'exploitation limitée
3. fluctuation de la valeur de l'actif net de la Fiducie et du cours des parts
4. dépendance envers le personnel clé de Northwater Capital Management Inc., conseiller en placement de la Fiducie
5. conflits d'intérêts potentiels avec le conseiller en placement
6. imposition de la Fiducie et des porteurs de parts
7. fluctuation du prix des parts ou des actions des fonds de couverture extraterritoriaux et évolution du marché de ces titres
8. illiquidité des titres
9. droits légaux et droits de résolution et sanctions civiles
10. responsabilité des porteurs de parts
11. frais liés aux placements
12. conformité et systèmes de gestion des risques
13. incidence négative éventuelle de la législation sur les fonds de couverture
14. statut de la Fiducie
15. effet de levier financier
16. variation des taux d'intérêt et sensibilité du cours des parts aux taux d'intérêt
17. rendement et négociabilité du portefeuille de fonds de couverture
18. aucune garantie quant à la faible réactivité au marché
19. taux de rotation
20. placements internationaux
21. risque lié au cocontractant
22. risques liés aux contrats à terme sur marchandises
23. couverture de change
24. concurrence
25. histoire de l'ensemble du marché
26. conflit d'intérêts pour les administrateurs du Fonds
27. risque d'investissement global
28. indemnisation par le Fonds des fonds de couverture

Résultats

Pour 2005, la Fiducie a affiché un rendement de 1,29 % compte tenu des distributions faites au cours de l'exercice, qui ont totalisé 5 615 838 \$ ou 1,75 \$ par part.

En 2005, Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), auquel la Fiducie est exposée au moyen d'un contrat d'achat et de vente à terme, a effectué des placements dans dix nouveaux fonds de couverture (comprenant quatre fonds à stratégie de financement structuré, deux fonds multistratégies, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds à stratégie d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances et un fonds engagé). Le Fonds a racheté des placements auprès de huit fonds de couverture (comprenant deux fonds à stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres à revenu fixe, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres convertibles, un fonds d'arbitrage statistique et un fonds multistratégies).

Au 31 décembre 2005, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 599 840 \$ sous forme d'une facilité d'emprunt renouvelable avec une institution financière canadienne. Au 31 décembre 2005, le levier financier s'établissait à 0,85 %. La Fiducie a utilisé l'emprunt pour financer ses activités d'exploitation à court terme.

Opérations entre apparentés

Northwater Fund Management Inc., le gérant, est responsable de l'administration courante, de la gestion du portefeuille de titres et de la prestation de services aux porteurs de parts de la Fiducie. En contrepartie de ces services, la Fiducie paye au gérant des frais de gestion annuels correspondant à 0,15 % de l'actif net de la Fiducie calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois. Les frais de gestion sont payés mensuellement à terme échu.

La Fiducie verse au gérant des frais de service annuels qui correspondent à 0,30 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Le gérant utilisera ce montant pour payer les courtiers en valeurs inscrits pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts. Les frais de service sont comptabilisés mensuellement et calculés et payés à la fin de chaque trimestre à terme échu.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, les frais de gestion et de service se sont établis à 121 799 \$ et à 240 847 \$, respectivement. Les frais de gestion et de service payés par la Fiducie au 31 décembre 2005 s'établissaient à 29 053 \$ et à 117 935 \$, respectivement.

Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») verse également au conseiller en placement des frais de conseil correspondant chaque année à 1,15 % de l'actif net du Fonds. Ces frais sont calculés et comptabilisés mensuellement et payés tous les mois à terme échu. Les frais de conseil imputés se sont élevés à 1 084 679 \$ US pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, et les frais de conseils à payer s'établissaient à 263 639 \$ US au 31 décembre 2005.

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 pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004 et pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005. Ces informations sont tirées des états financiers annuels vérifiés de la Fiducie.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

	2005	2004
Valeur liquidative au début de l'exercice	23,89 \$	23,75 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :		
Total des revenus	—	0,05
Total des charges	(0,46)	(0,22)
Gain réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	0,52	—
Gain non réalisé (perte) sur les placements pour l'exercice	0,24	1,52
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾	0,30	1,35
Distributions:		
Du revenu de placement (sauf les dividendes)	—	—
Des gains en capital	—	—
Remboursement de capital	1,75	0,875
Distributions annuelles totales ²⁾	1,75	0,875
Valeur liquidative au 31 décembre	22,47 \$	23,89 \$

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

Ratios et données supplémentaires

	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Actif net (en milliers de dollars) ¹⁾	70 702 \$	77 173 \$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	3 146 200	3 230 000
Ratio des frais de gestion ²⁾	11,75 %	18,02 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge ..	11,75 %	18,02 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	62,33 %	—
Ratio des frais d'opération ⁴⁾	0,00 %	0,02 %
Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins du rachat des titres au 31 décembre	20,50 \$	26,40 \$

- 1) Données au 31 décembre des exercices indiqués.
- 2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de l'exercice indiqué et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne à la fin du mois au cours de l'exercice. Il est à noter que le ratio des frais de gestion non seulement comprend les charges de la Fiducie et du Fonds, mais tient aussi compte des charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), plus les charges du Fonds incluses dans les ratios ci-dessus pour les exercices terminés les 31 décembre 2004 et 2005, a fait en sorte que le ratio de la Fiducie a augmenté de 9,66 % et de 9,8 %, respectivement.

Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents, dans lesquels le Fonds a investi, selon leurs états financiers annuels vérifiés de l'exercice terminé le 31 décembre 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. Les frais ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds au 31 décembre 2004. Les fonds de couverture avec une fin d'exercice autre que le 31 décembre 2004 n'ont pas été pris en compte pour calculer le ratio des frais de gestion. Les frais de rendement engagés par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'un exercice à l'autre et ces variations sont attribuables à des facteurs tels que les conditions du marché, la stratégie de placement et le rendement des gestionnaires. Par conséquent, les ratios des frais de gestion des fonds sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ces fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice en question.

Les ratios des frais de gestion de l'exercice terminé le 31 décembre 2004 comprennent les honoraires de l'agent des transferts et les frais d'émission, qui ont eu pour effet d'augmenter les ratios de 5,25 % et de 1,29 %, respectivement. Ces charges sont ponctuelles et sont attribuables à l'appel public à l'épargne de la Fiducie.

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

Frais de gestion

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, des frais de gestion et des frais de service de 121 799 \$ et de 240 847 \$, respectivement, ont été facturés par Northwater Fund Management Inc. à la Fiducie. Les frais de gestion correspondent annuellement à 0,15 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie à la dernière date d'évaluation de chaque mois. Les frais de service correspondent annuellement à 0,30 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Northwater Fund Management Inc. A payé aux courtiers inscrits les frais de service.

Rendement passé

Information d'ordre général

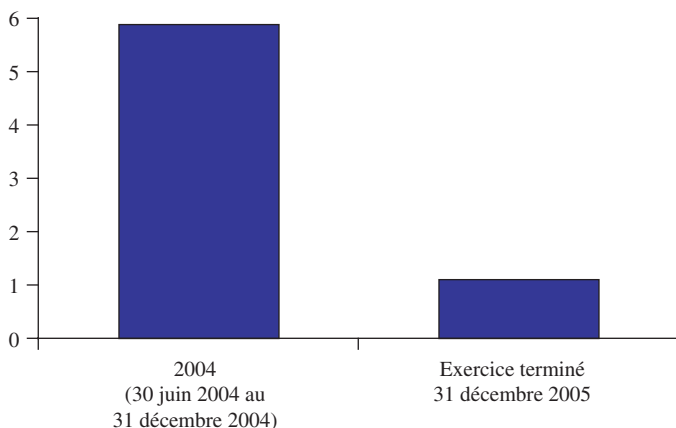
Veuillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

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

Rendement annuel

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

- (a) Le graphique illustre le rendement annuel du fonds de placement pour chaque année indiquée et présente la variation de son rendement d'une année à l'autre.
- (b) Le graphique illustre, en pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse, au dernier jour de l'exercice, d'un placement que vous auriez effectué le premier jour de l'exercice.



Rendements composés annuels

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

	Depuis l'établissement*	Exercice précédent
Northwater Five-Year Market-Neutral Trust	4,82 %	1,29 %
Indice composé S&P/TSX	22,48 %	24,13 %
Indice des bons du Trésor à 91 jours Scotia Capital	2,47 %	2,58 %
Indice obligataire univers Scotia Capital	8,41 %	6,46 %

* La date d'établissement de la Fiducie est le 30 juin 2004.

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

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

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

État des titres en portefeuille¹⁾

Le tableau qui suit présente des renseignements sur les fonds de couverture auxquels la Fiducie a accès par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme, y compris la répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement, le nombre de fonds de couverture et la principale concentration

d'avoirs des fonds de couverture par stratégie de placement, en pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie du 31 décembre 2005. Les fonds multistratégies peuvent investir en fonction de diverses stratégies de placement.

Stratégie	Répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement des fonds de couverture 31 décembre 2005			Principale concentration d'avoirs détenus dans les fonds de couverture par stratégie de placement 31 décembre 2005
	Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur (en dollars américains)	Pourcentage	Pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie
Engagée	1	2 073 720 \$	3 %	3,43 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières ...	4	9 565 142	12 %	6,46 %
Arbitrage sur la structure du capital	5	6 698 173	8 %	6,19 %
Arbitrage sur titres convertibles	2	3 047 662	4 %	4,40 %
Titres en difficulté	5	9 200 942	11 %	4,43 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	797 457	1 %	1,32 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	4 411 745	5 %	4,18 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	4 100 405	5 %	3,77 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 404 229	13 %	8,42 %
Multistratégies	10	21 130 151	25 %	8,63 %
Réassurance	2	2 824 523	3 %	3,38 %
Arbitrage de financement structuré	7	8 460 352	10 %	2,90 %
	<u>45</u>	<u>82 714 503 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>57,50 %</u>

Le tableau suivant présente, en ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture auxquels la Fiducie a accès par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme au 31 décembre 2005. La Fiducie divulguera les noms des fonds de couverture auxquels elle a accès et qui représentent plus de 5 % de l'actif net de la fiducie à la fin du trimestre. Pour le troisième trimestre, aucun fonds de couverture n'a représenté plus de 5 % de l'actif net de la Fiducie. En ce qui concerne les fonds de couverture qui

représentent moins de 5 % de l'actif net de la Fiducie, la Fiducie les identifie grâce à des numéros uniques. Ces numéros seront utilisés pour toute communication d'informations financières à l'avenir.

25 principaux placements	Type de placement	Coût	Juste valeur	Pourcentage du portefeuille de placement
D.E. Shaw Composite				
International Fund *	Parts de fiducie	4 906 230	\$ 6 101 384	8,63 %
New Ellington Overseas,				
Ltd.*	Actions participatives	5 256 675	5 952 179	8,42 %
Ellington Credit Fund, Ltd.* . .	Actions participatives	4 088 525	4 570 535	6,46 %
CQS Capital Structure				
Arbitrage Feeder Fund				
Limited *		4 205 340	4 373 960	6,19 %
Fonds 101*	Actions participatives	2 869 650	3 133 082	4,43 %
Fonds 169*	Actions participatives	2 839 402	3 117 669	4,41 %
Fonds 125*	Actions participatives	2 803 560	3 108 490	4,40 %
Fonds 146*	Actions participatives	2 803 560	3 099 030	4,38 %
Fonds 103*	Actions participatives	2 803 560	3 004 419	4,25 %
Fonds 140*	Actions participatives	2 803 560	2 955 854	4,18 %
Fonds 109*	Actions participatives	2 197 754	2 709 102	3,83 %
Fonds 102*	Actions participatives	1 985 855	2 668 541	3,77 %
Fonds 184*	Actions participatives	2 453 115	2 634 664	3,73 %
Fonds 130*	Actions participatives	2 336 300	2 600 221	3,68 %
Fonds 175*	Actions participatives	2 336 300	2 559 723	3,62 %
Fonds 200*	Actions participatives	2 453 115	2 543 580	3,60 %
Fonds 121*	Actions participatives	2 336 300	2 504 875	3,54 %
Fonds 183*	Actions participatives	2 219 485	2 450 380	3,47 %
Fonds 211*	Actions participatives	2 336 300	2 422 416	3,43 %
Fonds 158*	Actions participatives	2 923 783	2 390 543	3,38 %
Fonds 189*	Actions participatives	2 102 670	2 283 702	3,23 %
Fonds 161*	Actions participatives	1 635 410	2 203 123	3,12 %
Fonds 191*	Actions participatives	1 985 855	2 197 726	3,11 %
Fonds 181*	Actions participatives	1 985 855	2 121 348	3,00 %
Fonds 108*	Actions participatives	1 635 410	2 046 829	2,90 %

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

Au 31 décembre 2005, la Fiducie détenait également les actions ordinaires suivantes. La Fiducie n'est pas exposée à des risques économiques relativement à ces titres étant donné qu'elle a vendu à terme les actions ordinaires à un prix établi selon le rendement d'un portefeuille de fonds de couverture.

Placements en actions	Type de placement	Pourcentage du portefeuille de placement
RONA Inc.	Actions ordinaires	4,77 %
Western Oil Sands Inc.	Actions ordinaires	10,05 %
Bombardier B	Actions ordinaires	6,94 %
Glamis Gold Ltd.	Actions ordinaires	8,23 %
Kinross Gold Corp.	Actions ordinaires	9,34 %
Lionore Mining International Ltd.	Actions ordinaires	6,84 %
Cognos Inc.	Actions ordinaires	5,91 %
Nortel Networks Corp.	Actions ordinaires	5,88 %
Canfor Corp.	Actions ordinaires	6,04 %
ATI Technologies Inc.	Actions ordinaires	6,28 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc.	Actions ordinaires	4,61 %
Research in Motion Ltd.	Actions ordinaires	4,33 %
Martinrea International Inc.	Actions ordinaires	7,36 %
Forzani Group Ltd.	Actions ordinaires	7,78 %

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

INFORMATIONS SUPPLÉMENTAIRES

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

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

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 en placement. La capacité du conseiller en placement 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 en placement a également élaboré à l'interne ses logiciels de négociation, de gestion des risques et de comptabilité.

Le conseiller en placement 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 en placement 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 en placement 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 en placement et aux objectifs du Fonds.
5. L'utilisation de procédures quantitatives spécifiques qui font partie intégrante de la méthode d'investissement 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 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 en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel d'un gestionnaire de fonds de couverture, son équipe de professionnels en placement et ses plans d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 14 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit 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 placement.

En outre, le conseiller en placement 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

La Fiducie est exposée à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché grâce au contrat à terme. Le portefeuille de fonds de couverture mise 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 de faire l'objet d'une analyse poussée.

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 propres à ce type de stratégies de placement. Pour cette raison, le conseiller en placement 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.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, des placements ont été effectués dans dix nouveaux fonds de couverture, soit quatre fonds à stratégie de

financement structuré, deux fonds multistratégies, un fonds à stratégie fondée sur la valeur relative de fonds énergétiques, un fonds à stratégie d'arbitrage de structure de capital, un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances et un fonds engagé. En outre, huit fonds de couverture ont été rachetés, soit deux fonds à stratégie fondée sur la valeur relative de fonds énergétiques, deux fonds à stratégie d'arbitrage sur titres à revenu fixe, de un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres adossés à des créances, de un fonds à stratégie d'arbitrage sur titres convertibles, de un fonds à stratégie d'arbitrage statistique et de un fonds multistratégies. Pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004, des placements ont été effectués dans 43 fonds de couverture.

Au 31 décembre 2005, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de placements dans 45 fonds de couverture gérés par 41 gestionnaires (43 fonds de couverture gérés par 39 gestionnaires au 31 décembre 2004) employant 14 stratégies de couverture ou stratégies peu réactives au marché différentes. Le conseiller en placement est d'avis que la vaste gamme de fonds de couverture choisis favorise la diversification au moyen de laquelle la Fiducie cherche à atteindre ses objectifs en matière de rendement ajusté en fonction du risque et de rendement peu réactif au marché.

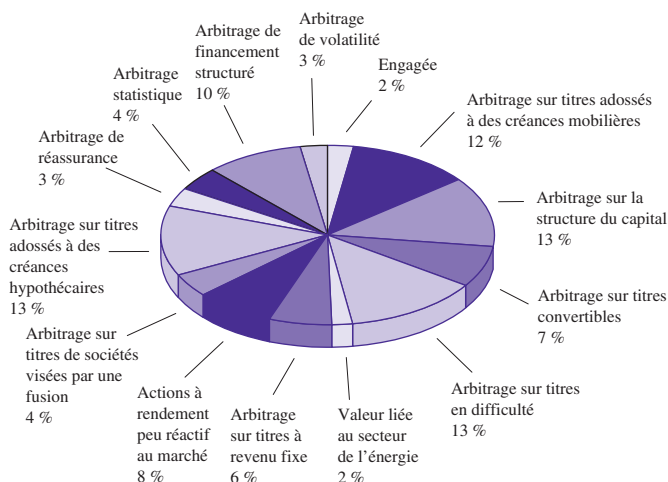
Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

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

Stratégie	Au 31 décembre 2005			Au 31 décembre 2004		
	Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur (en dollars américains)		Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur (en dollars américains)	
Engagée.....	1	2 073 720 \$	3 %	—	—	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	4	9 565 142	12 %	5	8 024 230 \$	13 %
Arbitrage sur la structure du capital.....	5	6 698 173	8 %	3	5 660 546	10 %
Arbitrage sur titres convertibles	2	3 047 662	4 %	3	4 352 578	7 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5	9 200 942	11 %	4	6 582 534	11 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	797 457	1 %	2	1 940 669	3 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	4 411 745	5 %	4	4 803 193	8 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	4 100 405	5 %	2	1 466 163	2 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .	4	10 404 229	13 %	4	5 793 546	10 %
Multistratégies	10	21 130 153	25 %	9	12 531 886	22 %
Arbitrage de réassurance	2	2 824 523	3 %	2	3 573 589	6 %
Arbitrage statistique	—	—	—	1	802 900	1 %
Arbitrage de financement structuré	7	8 460 352	10 %	4	4 029 311	7 %
	<u>45</u>	<u>82 714 503 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>43</u>	<u>59 561 145 \$</u>	<u>100 %</u>

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 31 décembre 2005. Les fonds de couverture multistratégies sont répartis dans plus d'une catégorie, pour refléter les différentes stratégies utilisées. Le choix d'une stratégie plutôt qu'une autre peut varier d'un exercice à l'autre.



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 aux 31 décembre.

Stratégie	Au 31 décembre 2005	Au 31 décembre 2004
Engagée	2,38 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	4,49 %	3,83 %
Arbitrage sur la structure du capital	4,30 %	3,98 %
Arbitrage sur titres convertibles	3,06 %	2,24 %
Arbitrage sur titres en difficulté	3,08 %	3,18 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	0,92 %	1,57 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2,91 %	2,04 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2,62 %	1,12 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,85 %	4,21 %
Multistratégies	6,00 %	4,48 %
Arbitrage de réassurance	2,35 %	4,14 %
Arbitrage statistique	— %	1,20 %
Arbitrage de financement structuré	2,01 %	2,23 %

Profil de risque

Les tableaux ci-dessous dressent, pour l'exercice depuis l'établissement de la Fiducie aux 31 décembre 2005 et 2004 ainsi que pour l'exercice du 30 juin 2004

au 31 décembre 2004 et pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, 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.

Statistiques de la Fiducie	Depuis l'établissement du Fonds au 31 décembre 2005	Depuis l'établissement du Fonds au 31 décembre 2004
Nombre de rendements mensuels positifs	13	5
Nombre de rendements mensuels négatifs	5	1
Pourcentage des mois négatifs	27,8 %	16,7 %
Rendement moyen des mois négatifs	-0,85 %	-0,18 %
Rendement mensuel le plus bas	-1,56 %	-0,18 %

Statistiques des fonds de couverture	Exercice terminé le 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	38	36
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	7	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,78 %	3,44 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,152 %	0,147

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2005 et 31 décembre 2004 respectivement.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2005 et 31 décembre 2004 respectivement, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.
- 3) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 décembre 2005 et 31 décembre 2004 respectivement, 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 terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a enregistré un rendement de 1,29 % (de 5,94 % pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004), compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, l'exposition aux stratégies d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion, d'arbitrage de financement structuré et d'arbitrage sur titres adossés à des créances a eu un

apport positif sur le rendement de la Fiducie. Par contre, la stratégie d'arbitrage de réassurance et celle fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie ont offert les plus faibles rendements. La concentration de la Fiducie dans le swap de taux d'intérêt a donné lieu à une diminution d'environ 1,60 % de son rendement positif pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (une augmentation de 2,63 % pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004). Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, l'évaluation à la valeur du marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a diminué de 1 038 805 \$ US en raison du repli des taux d'intérêt à moyen terme (augmenté de 1 341 216 \$ US pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

La Fiducie a dû racheter 83 800 de ses parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation, étant donné que celles-ci, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, étaient offertes en vente à un prix inférieur à 95 % de la valeur liquidative par part (aucun rachat de parts pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004). Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, ce programme n'a pas contribué au rendement global de la Fiducie (aucune contribution au rendement global pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005 et l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004.

Stratégie	Exercice terminé le 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Engagée	3,69 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	10,09 %	5,11 %
Arbitrage sur la structure du capital	1,80 %	3,13 %
Arbitrage sur titres convertibles	-2,69 %	1,49 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6,70 %	10,05 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	-9,37 %	12,93 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5,96 %	-2,33 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	18,54 %	4,23 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	8,86 %	3,52 %
Multistratégies	7,81 %	5,25 %
Arbitrage de réassurance	-14,09 %	-0,96 %
Arbitrage statistique	-2,55 %	0,01 %
Arbitrage de financement structuré	10,10 %	4,86 %

Valeur liquidative et prix par part

La valeur des placements détenus par le Fonds subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement et du Fonds. Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou provisoire des fonds de couverture fournie par les administrateurs ou les gestionnaires de ces fonds de couverture sous-jacents. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et établie mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la valeur liquidative par part de la Fiducie a varié entre 22,47 \$ et 24,44 \$ par part compte tenu des distributions (entre 23,28 \$ et 24,12 \$ par part pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

Le prix du marché des parts de la Fiducie est déterminé en fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 20,21 \$ et 26,22 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (entre 24,60 \$ et 26,40 \$ pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, des distributions totalisant 5 615 838 \$, soit 1,75 \$ par part, ont été déclarées (2 520 000 \$, soit 0,875 \$ par part, pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004). Ces distributions représentent un rendement de 7 % sur le prix de souscription initial de 25,00 \$ par part, ce qui est conforme au rendement annuel cible de la Fiducie de 7 %.

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 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

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de paiement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
30 septembre 2004	15 octobre 2004	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 décembre 2004	14 janvier 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 mars 2005	15 avril 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
30 juin 2005	15 juillet 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
30 septembre 2005	14 octobre 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 décembre 2005	13 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 paie au cocontractant du contrat à terme des frais d'opération à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens, plus les coûts de l'effet de levier financier qui peuvent varier selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ces frais sont calculés et payés trimestriellement 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.

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.

Durant l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a racheté 83 800 parts aux fins d'annulation aux termes de son programme d'achat de parts à des fins d'annulation (aucune part n'a été rachetée pour l'exercice du 30 juin 2004 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 terminé le 31 décembre 2005.

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 2005, 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 abordées au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 comprenaient l'examen des obligations d'information découlant de l'adoption du Règlement 81-106 et des rapports périodiques sur le rendement et la composition du portefeuille de la Fiducie, le respect des lignes directrices en matière de placement et la présentation de certaines informations dans les rapports trimestriels et annuels.

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.



Jeffrey D. Francoz



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 29.



BENITA M. WARBOLD, CA
Administratrice déléguée et
chef des finances
Northwater Fund Management Inc.



EVE N. JEDRZEJSKA, CA, CFA
Vice-présidente
Northwater Fund Management Inc.

10 mars 2006

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

Nous avons vérifié l'état des titres en portefeuille au 31 décembre 2005 et les états de l'actif net de **Northwater Five-Year Market-Neutral Trust** (la « Fiducie ») aux 31 décembre 2005 et 2004 ainsi que les états des résultats, de l'évolution de l'actif net et des flux de trésorerie de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 et 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 aux 31 décembre 2005 et 2004 ainsi que des résultats de ses activités, de l'évolution de son actif net et de ses flux de trésorerie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005 et 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 31 mars 2006

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

31 décembre 2005 et 2004

	<u>2005</u>	<u>2004</u>
Actif		
Encaisse et placements à court terme (coût : 2005 – 2 902 330 \$; 2004 – 3 800 027 \$)	2 902 330 \$	3 811 404 \$
Actions ordinaires – à la juste valeur (note 3) (coût : 2005 – 65 441 552 \$; 2004 – 71 524 880 \$)	66 715 061	75 000 065
Gain non réalisé sur contrat à terme (note 5)	3 485 710	521 707
	<u>73 103 101</u>	<u>79 333 176</u>
Passif		
Honoraires, droits de garde et autres frais	70 960	49 590
Frais de service à payer (note 6)	117 935	61 955
Frais de gestion à payer (note 6)	29 053	10 329
Frais de financement à terme à payer	207 232	163 552
Distributions à payer (note 8)	1 376 463	1 413 125
Emprunt bancaire (note 7)	599 840	—
Frais de placement à payer	—	461 241
	<u>2 401 483</u>	<u>2 159 792</u>
Actif net	<u>70 701 618 \$</u>	<u>77 173 384 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 4)		
Capital social	74 148 921	76 123 900
Bénéfices non répartis (déficit)	(3 447 303)	1 049 484
Total	<u>70 701 618 \$</u>	<u>77 173 384 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 4)	<u>3 146 200</u>	<u>3 230 000</u>
Valeur liquidative par part	<u>22,47 \$</u>	<u>23,89 \$</u>

Signé au nom du gérant,

Northwater Fund Management Inc.

Per: Per: 

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

	<u>Exercice terminé 31 décembre 2005</u>	<u>Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004</u>
Revenu de placement		
Intérêts	12 151 \$	141 463 \$
	<u>12 151</u>	<u>141 463</u>
Charges		
Frais de service (note 6)	240 847	109 221
Frais de financement à terme (note 6)	861 099	267 376
Frais de gestion (note 6)	121 799	50 324
Honoraires de vérification	33 891	34 777
Jetons de présence	20 000	20 000
Honoraires du dépositaire	8 872	4 750
Frais juridiques	28 513	8 073
Frais des rapports aux des porteurs de titres ...	132 549	33 946
Interet sur prêt et commission de garantie	18 535	31 793
Autre frais	14 238	8 611
	<u>1 480 343</u>	<u>568 871</u>
Perte nette de placement	<u>(1 468 192)</u>	<u>(427 408)</u>
Gain matérialisé et non matérialisé sur les placements		
Gain net matérialisé (perte) sur les éléments suivants :		
Actions ordinaires	1 666 077	—
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée sur les éléments suivants :		
Actions ordinaires	(2 201 676)	3 475 185
Contrat à terme	2 964 003	521 707
	<u>2 428 404</u>	<u>3 996 892</u>
Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour la période ..	<u>2 428 404</u>	<u>3 996 892</u>
Revenu net découlant des activités pour la période	<u>960 212 \$</u>	<u>3 569 484 \$</u>
Revenu net découlant des activités par part pour la période*	<u>0,30 \$</u>	<u>1,36 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation pour l'exercice, soit 3 219 650 (2 630 000 en 2004).

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercice terminé 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Actif net au début de la période	77 173 384 \$	—
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	<u>960 212</u>	<u>3 569 484 \$</u>
Opérations sur parts (note 4)		
Parts émises	—	77 173 900
Parts annulées	(1 816 140)	—
Frais de placement	<u>—</u>	<u>(1 050 000)</u>
	<u>(1 816 140)</u>	<u>76 123 900</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 8)		
Remboursement de capital	(5 615 838)	(2 520 000)
	<u>(5 615 838)</u>	<u>(2 520 000)</u>
Actif net à la fin de la période	<u><u>70 701 618 \$</u></u>	<u><u>77 173 384 \$</u></u>

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

	Exercice terminé 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Augmentation de l'actif net liée aux activités	960 212 \$	3 569 484 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la plus-value non matérialisée des actions ordinaires	2 201 676	(3 475 185)
Variation de la plus-value non matérialisée du contrat à terme	(2 964 003)	(521 707)
Gain net matérialisé sur actions ordinaires	(1 666 077)	—
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	139 754	285 426
Achat d'actions ordinaires	(44 135 691)	(71 524 880)
Produit de la vente d'actions ordinaires	51 885 096	—
	<u>6 420 967</u>	<u>(71 666 862)</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Versement de distributions	(5 652 500)	(1 106 875)
Avance sur emprunt bancaire	599 840	—
Émission de parts	—	77 173 900
Annulation de parts	(1 816 140)	—
Paieement de frais de placement	(461 241)	(588 759)
	<u>(7 330 041)</u>	<u>75 478 266</u>
Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme	<u>(909 074)</u>	<u>3 811 404</u>
Encaisse et placements à court terme au début de la période	<u>3 811 404</u>	<u>—</u>
Encaisse et placements à court terme à la fin de la période	<u><u>2 902 330 \$</u></u>	<u><u>3 811 404 \$</u></u>
Information supplémentaire :		
Intérêts payés	6 695 \$	21 001 \$

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille
31 décembre 2005

	Nombre d'actions/ valeur nominale	Coût	Juste valeur/valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placement
Portefeuille d'actions ordinaires				
RONA Inc.*	157 366	2 340 373 \$	3 375 501 \$	4,62 %
Western Oil Sands Inc.*	255 492	4 939 512	7 105 232	9,72 %
Bombardier Inc. B*	1 778 341	4 623 686	4 908 221	6,71 %
Glamis Gold Ltd.*	181 918	4 798 997	5 815 918	7,96 %
Kinross Gold Corp.*	615 015	4 834 018	6 605 261	9,04 %
Lionore Mining International Ltd.*	976 650	4 980 915	4 834 418	6,61 %
Cognos Inc.*	103 100	4 770 426	4 180 705	5,72 %
Nortel Networks Corp.*	1 170 704	5 274 900	4 155 999	5,69 %
Canfor Corp.*	317 836	5 641 589	4 268 537	5,84 %
ATI Technologies Inc.*	224 400	4 763 672	4 443 120	6,08 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc.* ..	212 500	4 771 539	3 259 750	4,46 %
Research in Motion Ltd.*	39 845	3 508 951	3 061 941	4,19 %
Martinrea International Inc.*	800 077	5 096 490	5 200 501	7,11 %
Forzani Group Ltd.*	424 707	5 096 484	5 499 956	7,51 %
		<u>65 441 552</u>	<u>66 715 061</u>	<u>91,26 %</u>
Gain non matérialisé sur le contrat à terme (note 5)		—	3 485 710	4,77 %
Total des placements		<u>65 441 552</u>	<u>70 200 771</u>	<u>96,03 %</u>
Encaisse		<u>2 902 330</u>	<u>2 902 330</u>	<u>3,97 %</u>
Total des placements du portefeuille		<u>68 343 882 \$</u>	<u>73 103 101</u>	<u>100,00 %</u>
Passif, montant net			<u>(2 401 483)</u>	
Actif net et capitaux propres			<u>70 701 618 \$</u>	

* Titres détenus dans le cadre du contrat à terme et donnés en garantie à la contrepartie.

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2005 et 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.

(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.

Le portefeuille d'actions ordinaires se compose d'actions ordinaires inscrites à la cote d'une Bourse. Elles sont évaluées au cours 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 réalisés 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 établie en fonction de la variation de la valeur de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited, qui investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, et de la variation de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. 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 la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

(c) Chiffres correspondants

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

3. Placements en actions ordinaires

Le tableau qui suit résume les opérations de placement qui ont été effectuées durant les périodes présentées.

	Exercice terminé 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Actions ordinaires au début de la période, au coût	71 524 880 \$	— \$
Coût des actions ordinaires acquises	44 135 691	71 524 880
Coût des actions ordinaires vendues	<u>(50 219 019)</u>	<u>—</u>
Actions ordinaires à la fin de la période, au coût.	65 441 552	71 524 880
Moins-value non matérialisée sur actions ordinaires	<u>1 273 509</u>	<u>3 475 185</u>
Valeur marchande des actions ordinaires à la fin de la période	<u>66 715 061 \$</u>	<u>75 000 065 \$</u>
Produit de la vente d'actions ordinaires	51 885 096 \$	— \$
Coût des actions ordinaires vendues	<u>(50 219 019)</u>	<u>—</u>
Gain net matérialisé sur les actions ordinaires	<u>1 666 077 \$</u>	<u>— \$</u>

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, le montant total des commissions et des autres frais d'opération payés ou à payer aux courtiers par la Fiducie s'est établi à 300 \$ (5 968 \$ pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

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. 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 racheté 83 800 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (aucun rachat de parts pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

Les opérations sur les parts suivantes ont eu lieu au cours des exercices indiqués :

	Exercice terminé 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Nombre de parts en circulation au début de la période	3 230 000	—
Parts émises au cours de la période	—	3 230 000
Parts annulées au cours de la période	<u>(83 800)</u>	<u>—</u>
Nombre de parts en circulation à la fin de la période	<u>3 146 200</u>	<u>3 230 000</u>

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

	Exercice terminé 31 décembre 2005	Exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
Capital social au début de la période	76 123 900 \$	— \$
Produit brut tiré des parts émises au cours de l'exercice, déduction faite de la rémunération des placeurs pour compte	—	77 173 900
Valeur comptable des parts rachetées	(1 974 979)	—
Frais de placement	—	(1 050 000)
Capital social à la fin de la période	<u>74 148 921 \$</u>	<u>76 123 900 \$</u>

	<u>Exercice terminé</u> <u>31 décembre 2005</u>	<u>Exercice du</u> <u>30 juin 2004 au</u> <u>31 décembre 2004</u>
Bénéfices non répartis au début de la période	1 049 484 \$	— \$
Augmentation de l'actif net liée aux activités pour l'exercice	960 212	3 569 484
Excédent de la valeur comptable sur le coût des parts rachetées	158 839	—
Distributions aux porteurs de parts	<u>(5 615 838)</u>	<u>(2 520 000)</u>
Bénéfices non répartis (déficit) à la fin de l'exercice	<u>(3 447 303)\$</u>	<u>1 049 484 \$</u>

5. 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 2005 s'établissait à 144 % (147 % au 31 décembre 2004). 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.

Les valeurs notionnelles du contrat à terme étaient de 64 352 801 \$ CA et 31 654 828 \$ US au 31 décembre 2005 (71 499 998 \$ CA et 35 785 713 \$ US au 31 décembre 2004).

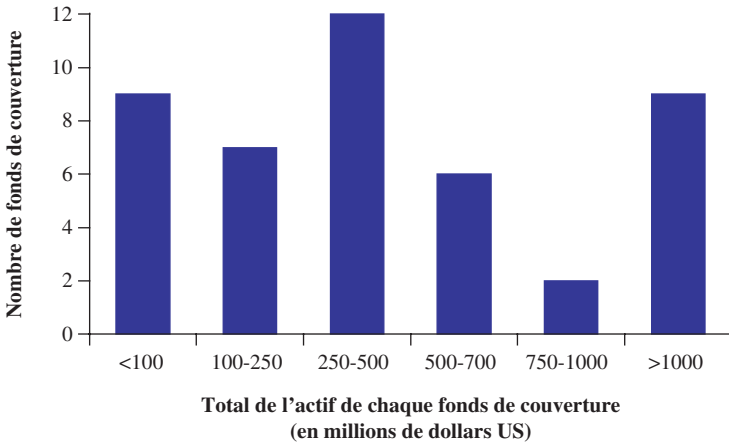
Les variations de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires n'ont pas d'incidence sur la valeur de l'actif net de la Fiducie, étant donné que toute diminution ou augmentation de la valeur du portefeuille est contrebalancée par une diminution ou une augmentation correspondante de la valeur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

Au 31 décembre 2005 et 31 décembre 2004, la Fiducie était exposée, en vertu du contrat à terme, à des fonds de couverture gérés selon les stratégies suivantes :

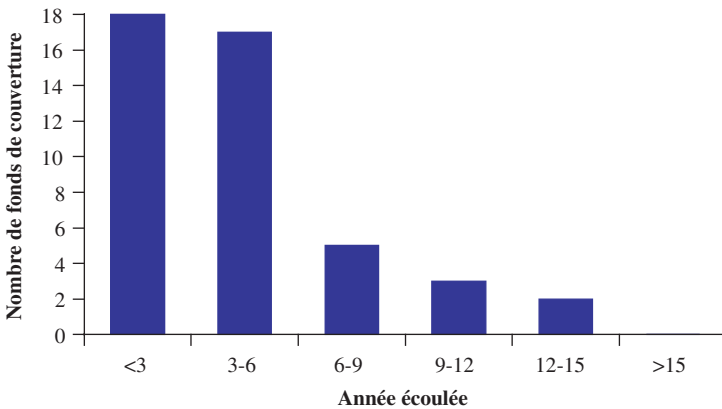
<u>Stratégie</u>	<u>Au 31 décembre 2005</u>	<u>Au 31 décembre 2004</u>
Engagée	2,38 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	10,98 %	11,53 %
Arbitrage sur la structure du capital	7,69 %	8,13 %
Arbitrage sur titres convertibles	3,50 %	6,25 %
Arbitrage sur titres en difficulté	10,56 %	9,46 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	0,92 %	2,79 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5,06 %	6,90 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	4,71 %	2,11 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	11,94 %	8,32 %
Multistratégies	24,26 %	18,01 %
Arbitrage de réassurance	3,24 %	5,13 %
Arbitrage statistique	—	1,15 %
Arbitrage de financement structuré	9,72 %	5,79 %

Au 31 décembre 2005, la composition du portefeuille s'établissait ainsi : placements dans des fonds de couverture : 94,96 % (85,57 % au 31 décembre 2004); avoirs en trésorerie : 4,44 % (12,5 % au 31 décembre 2004); règlement du contrat à terme : 0,01 % (aucun contrat à terme réglé au 31 décembre 2004); et swap de taux d'intérêt : 0,59 % (1,93 % au 31 décembre 2004).

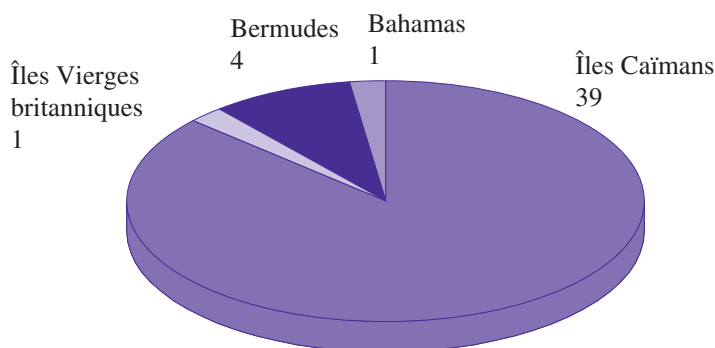
Le tableau ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 31 décembre 2005. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance au 31 décembre 2005.



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



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



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 2005, 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 3,2 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

6. 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. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de l'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 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. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005, les frais de conseil se sont élevés à 1 084 679 \$ US (312 568 \$ US pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

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 d'opération à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens, plus les coûts de l'effet de levier financier qui peuvent varier selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, sont payables par la Fiducie au cocontractant du contrat à terme auquel elle est exposée. Ces frais sont calculés et payés trimestriellement à terme échu. Les coûts de l'effet de levier financier ont été inclus à titre de composante de la valeur du contrat à terme figurant à l'état des résultats (voir la note 5).

7. 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.

En raison de l'échéance rapprochée de l'emprunt bancaire, son coût avoisine sa valeur marchande. Durant l'exercice terminé le 31 décembre 2005, l'encours de l'emprunt bancaire a varié entre néant et 1 800 000 \$ (aucun encours de l'emprunt bancaire pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

8. Distributions

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

Des distributions de 1,75 \$ par part, pour un montant global de 5 615 838 \$, ont été déclarées par la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005 (de 0,8750 \$ par part, pour un montant global de 2 520 000 \$, pour l'exercice du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004).

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 ». Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes sur cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes de 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 2005, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 2 519 000 \$ (915 000 \$ au 31 décembre 2004) échéant à compter de 2011 et d'aucun report de pertes en capital (aucun au 31 décembre 2004).

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'acquittement 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 fausse 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, la Fiducie n'a pas eu à verser de montant en vertu 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.

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

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

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

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

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

NORTHWATER 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

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

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

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 ou Stephen Foote
Téléphone : (416) 360-5435
Télécopieur : (416) 360-0671
Courriel : mpt@northwatercapital.com

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

Symbole TSE : NYF.UN

Also available in English.

