

**NORTHWATER**

**Northwater Five-Year Market-Neutral Trust**  
**31 décembre 2006**  
**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 pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

## TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts . . . . .	2
Rapport de la direction sur le rendement du Fonds . . . . .	4
Rapport du conseil consultatif aux porteurs de parts . . . . .	22
Responsabilité de la direction . . . . .	24
Rapport des vérificateurs aux porteurs de parts . . . . .	25
États financiers vérifiés . . . . .	26
Northwater Capital Management Inc. . . . .	42

**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. Elle 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, au moyen d'un contrat à terme de gré à gré. Au 31 décembre 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie se chiffrait à 23,07 \$. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le rendement de la Fiducie s'est établi à 10,84 %. Au cours de cette même période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a augmenté de 4,06 %, l'indice composé S&P/TSX, de 16,08 % et l'indice S&P 500, de 15,79 % en dollars américains, ce qui correspond à un gain de 15,35 % en dollars canadiens, étant donné que le dollar américain s'est raffermi au cours de l'exercice. La Fiducie a effectué des distributions de 1,75 \$ par part au cours de l'exercice.

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

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

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

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

Le gérant continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, 14 fonds ont été retirés en raison d'une baisse de rendement de leurs stratégies et de l'inefficacité de leur mise en œuvre. Neuf nouveaux fonds ont été ajoutés aux stratégies qui sont largement représentées dans le portefeuille.

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



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



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

le 16 mars 2007

## RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers complets de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers de la Fiducie pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 est annexé à ce rapport à titre d'information.

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

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust 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 par la Fiducie et fournie aux porteurs de parts est complète et fiable. Le gérant prend cette fonction au sérieux et il estime que les systèmes, les procédures et les contrôles mis en place pour la Fiducie sont appropriés.

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

### Objectifs de placement et stratégies

#### *Objectifs de placement*

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 \$ par 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 constamment une faible corrélation par rapport aux principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe;
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.

### *Stratégies de placement*

La Fiducie a investi le produit net de son placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »). Elle a également conclu un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») ayant une notation à long terme de AA-. Le contrat à terme permet à la Fiducie de bénéficier du rendement de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée établie en vertu des lois des îles Caïmans et conseillée par le conseiller en placement, en échange du rendement du portefeuille d'actions ordinaires. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été cédé en garantie au cocontractant. La valorisation de la Fiducie n'est pas touchée par la variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires puisque les gains et les pertes sont neutralisés grâce au 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 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2006 s'établissait à 143 % (144 % au 31 décembre 2005). Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un rendement corrigé du risque élevé, 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 de la Fiducie et ceux des principaux

marchés des actions et des titres à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le levier faisant partie 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 d'intérêt (les « swaps ») conclus par le Fonds. La Fiducie devrait obtenir un taux fixe pondéré de 4,37 % pendant la durée de son existence, auquel s'ajoutent les rendements qu'elle réalisera en sus des taux du marché monétaire 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 1,7 %.

### Processus de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie s'appuient sur un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. Ce dernier dispose à son tour d'une équipe de professionnels chargée de la recherche ainsi que de l'analyse et de la surveillance des placements détenus par la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture. Le conseiller en placement effectue toutes ses recherches lui-même et possède ses propres logiciels de négociation et de gestion et d'évaluation du risque.

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

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

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

3. Une recherche progressive, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes de placement et aux critères du portefeuille de fonds de couverture quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes de placement et aux objectifs du portefeuille de fonds de couverture.
5. L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de constitution de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du milieu. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.
7. La constitution d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 14 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend des entrevues menées sur place par des professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et les activités, un examen juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds 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 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 plus de ses services de conseil et de gestion pour la Fiducie et le Fonds, le conseiller gère les portefeuilles de clients et leur donne des conseils. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises en fonction des directives et des restrictions des clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller en placement entre les portefeuilles des clients de la manière que celui-ci juge équitable dans les circonstances.

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 2006, le levier financier de la Fiducie était de néant (0,85 % au 31 décembre 2005).

## Risques

Les tableaux qui suivent présentent de l'information sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 31 décembre 2006 et 2005 ainsi que pour les exercices terminés à ces dates, selon les critères que le gérant juge pertinents.

<b>Statistiques de la Fiducie</b>	<b>Depuis l'établissement jusqu'au</b>	<b>Depuis l'établissement jusqu'au</b>
	<b>31 décembre 2006</b>	<b>31 décembre 2005</b>
Nombre de rendements mensuels positifs . . .	24	13
Nombre de rendements mensuels négatifs . . .	6	5
Pourcentage des mois négatifs . . . . .	20,00 %	27,8 %
Rendement moyen des mois négatifs . . . . .	-0,78 %	-0,85 %
Rendement mensuel le plus bas . . . . .	-1,55 %	-1,55 %

**Exercices  
terminés les  
31 décembre**

**Statistiques des fonds de couverture**

	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif <sup>(1)</sup> . . . .	40	38
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif <sup>(1)</sup> . . .	0	7
Écart type annuel moyen des fonds de couverture <sup>(2)</sup> . . . . .	3,55 %	3,78 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture <sup>(2)</sup> . . . . .	0,10 %	0,152 %

- (1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture du Fonds au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2005.
- (2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois terminés les 31 décembre 2006 et 2005 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

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

## Résultats

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a affiché un rendement de 10,84 % (1,29 % pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005), compte tenu des distributions effectuées au cours de l'exercice. Les distributions de l'exercice ont totalisé 5 170 332 \$, soit 1,75 \$ par part.

Les swaps de taux d'intérêt ont eu une incidence négative sur le rendement du Fonds pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (incidence négative pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005). La valeur de marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a diminué de 41 502 \$ US au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (diminution de 1 038 805 \$ US au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Au 31 décembre 2006, la Fiducie n'avait contracté aucun emprunt (599 840 \$ au 31 décembre 2005) par l'entremise d'une facilité d'emprunt renouvelable avec une institution financière canadienne. Au 31 décembre 2006, le levier financier était de néant (0,85 % au 31 décembre 2005). La Fiducie a affecté l'emprunt au financement de ses besoins opérationnels à court terme.

La Fiducie a racheté 302 900 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (83 800 parts

rachetées pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005). Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,82 % (aucune contribution pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

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

La Fiducie obtient le rendement généré par un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché grâce au contrat à terme. Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que le conseiller en placement juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement croit que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse poussée.

Le portefeuille de fonds de couverture comporte des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles et, par le fait même, est assujéti aux risques spécifiques à ce type de stratégies de placement. C'est pourquoi le conseiller cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture en choisissant parmi 14 stratégies de placement différentes, lesquelles peuvent comprendre des stratégies auxquelles le Fonds a recours avec les fonds de couverture multistratégies. Les fonds de couverture auxquels la Fiducie est exposée sont établis dans des territoires offshore et préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou les normes comptables internationales.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le Fonds a effectué des placements dans neuf nouveaux fonds de couverture (soit trois fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, deux fonds d'arbitrage statistique, deux fonds d'arbitrage de financement structuré, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie et un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières) et a demandé le rachat de ses parts dans 14 fonds de couverture (soit quatre fonds d'arbitrage sur la structure du capital, deux fonds d'arbitrage sur titres convertibles, trois fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion, deux fonds multistratégies, un fonds d'arbitrage de financement structuré et un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie). (Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a effectué des placements dans dix nouveaux fonds de couverture et elle a demandé le rachat de ses parts dans huit fonds de couverture.)

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005.

<u>Stratégie</u>	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
Engagée .....	24,77 %	3,69 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	13,22 %	10,09 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	8,29 %	1,80 %
Arbitrage sur titres convertibles .....	8,31 %*	-2,69 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	17,62 %	6,70 %
Valeur liée au secteur de l'énergie .....	9,67 %	-9,37 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	8,98 %	5,96 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	14,07 %	18,54 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	9,80 %	8,86 %
Multistratégies .....	17,40 %	7,81 %
Arbitrage de réassurance .....	9,48 %	-14,09 %
Arbitrage statistique .....	12,72 %	-2,55 %
Arbitrage de financement structuré .....	11,83 %	10,10 %

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

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

Le tableau suivant présente des renseignements sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds et auquel la Fiducie est exposée au moyen du contrat à terme. Les fonds multistratégiques n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

Stratégie	31 décembre 2006			31 décembre 2005		
	Nombre de fonds	Juste valeur (en dollars US)		Nombre de fonds	Juste valeur (en dollars US)	
Engagée .....	1	2 587 354 \$	3 %	1	2 073 720 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	5	9 291 026	12 %	4	9 565 142	12 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	1	849 904	1 %	5	6 698 173	8 %
Arbitrage sur titres convertibles .....	—	—	—	2	3 047 662	4 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	5	8 701 946	11 %	5	9 200 942	11 %
Valeur liée au secteur de l'énergie .....	1	1 160 011	1 %	1	797 457	1 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	2	4 807 792	6 %	2	4 411 745	5 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	1	2 071 410	3 %	2	4 100 405	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	4	12 828 580	17 %	4	10 404 229	13 %
Multistratégies .....	8	20 139 742	26 %	10	21 130 153	25 %
Arbitrage de réassurance ..	2	3 092 212	4 %	2	2 824 523	3 %
Arbitrage statistique .....	2	2 254 373	3 %	—	—	—
Arbitrage de financement structuré .....	8	10 500 011	13 %	7	8 460 352	10 %
	<u>40</u>	<u>78 284 361 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>45</u>	<u>82 714 503 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau qui suit présente les placements en fonds de couverture les plus importants du Fonds, par stratégie, en pourcentage de la valeur de l'actif net de la Fiducie au 31 décembre 2006 et au 31 décembre 2005.

<b>Stratégie</b>	<b>31 décembre 2006</b>	<b>31 décembre 2005</b>
Engagée .....	4,59 %	3,43 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières .....	5,44 %	6,46 %
Arbitrage sur la structure du capital .....	1,51 %	6,19 %
Arbitrage sur titres convertibles .....	—	4,40 %
Arbitrage sur titres en difficulté .....	4,97 %	4,43 %
Valeur liée au secteur de l'énergie .....	2,06 %	1,32 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe .....	4,90 %	4,18 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion .....	3,68 %	3,77 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires .....	9,84 %	8,42 %
Multistratégies .....	9,21 %	8,63 %
Arbitrage de réassurance .....	3,94 %	3,38 %
Arbitrage statistique .....	2,16 %	—
Arbitrage de financement structuré .....	3,52 %	2,90 %

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

<b>25 principaux placements</b>	<b>Type de placement</b>	<b>Coût</b>	<b>Juste valeur</b>	<b>Pourcentage de l'actif net</b>
New Ellington Overseas, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	5 236 650	6 456 500	9,84 %
D.E Shaw Composite, Ltd.* . .	Actions participatives	4 186 016	6 040 300	9,21 %
CRC, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	2 828 586	3 566 200	5,44 %
Tempo Fund, Ltd.* . . . . .	Actions participatives	2 792 880	3 433 660	5,24 %
West Side Offshore Partners* . . . . .	Actions participatives	2 792 880	3 327 780	5,07 %
Citadel Kensington Global Strategie Fund Ltd. . . . .	Actions participatives	3 038 733	3 326 540	5,07 %
Fonds 109* . . . . .	Actions participatives	2 189 382	3 260 288	4,97 %
Fonds 140* . . . . .	Actions participatives	2 792 880	3 212 024	4,90 %
Fonds 209* . . . . .	Actions participatives	2 327 400	3 010 904	4,59 %
Fonds 200* . . . . .	Actions participatives	2 443 770	2 910 423	4,44 %
Fonds 121* . . . . .	Actions participatives	2 327 400	2 850 087	4,35 %
Fonds 183* . . . . .	Actions participatives	2 211 030	2 818 169	4,30 %
Fonds 190* . . . . .	Actions participatives	2 327 400	2 642 090	4,03 %
Fonds 131* . . . . .	Actions participatives	2 912 645	2 586 727	3,94 %
Fonds 101* . . . . .	Actions participatives	1 898 326	2 563 766	3,91 %
Fonds 189* . . . . .	Actions participatives	2 094 660	2 502 232	3,82 %
Fonds 181* . . . . .	Actions participatives	1 978 290	2 410 500	3,68 %
Fonds 191* . . . . .	Actions participatives	1 978 290	2 282 803	3,63 %
Fonds 108* . . . . .	Actions participatives	1 629 180	2 310 778	3,52 %
Fonds 171* . . . . .	Actions participatives	1 646 087	2 002 473	3,05 %
Fonds 175* . . . . .	Actions participatives	1 849 469	1 990 163	3,03 %
Fonds 205* . . . . .	Actions participatives	1 745 550	1 968 791	3,00 %
Fonds 199* . . . . .	Actions participatives	1 512 810	1 770 221	2,70 %
Fonds 208* . . . . .	Actions participatives	1 629 180	1 679 909	2,56 %
Fonds 116* . . . . .	Actions participatives	1 632 246	1 658 099	2,53 %

\* Détenus par d'autres fonds de placement dont Northwater Fund Management Inc. est le créant ou le conseiller.

Au 31 décembre 2006, 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.

<u>Placements en actions</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Pourcentage de l'actif net</u>
Alliance Atlantis B .....	actions ordinaires	9,61 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc .....	actions ordinaires	3,11 %
Axcan Pharma Inc .....	actions ordinaires	6,94 %
Bombardier Inc B .....	actions ordinaires	10,71 %
Celestica Inc .....	actions ordinaires	3,88 %
Cognos Inc .....	actions ordinaires	7,79 %
Dorel Industries B .....	actions ordinaires	7,10 %
Forzani Group Ltd. ....	actions ordinaires	9,81 %
Kinross Gold Corp. ....	actions ordinaires	8,17 %
Lionore Mining Intl Ltd. ....	actions ordinaires	14,52 %
Martinrea International Inc. ....	actions ordinaires	10,77 %
Nortel Networks Corp .....	actions ordinaires	3,89 %
Research In Motion Ltd .....	actions ordinaires	9,06 %
RONA Inc .....	actions ordinaires	5,04 %
Western Oil Sands Inc A .....	actions ordinaires	8,14 %

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

### Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers pour les exercices terminés les 31 décembre 2006, 2005 et 2004.

## Valeur liquidative par part de la Fiducie

	Exercice terminé le 31 décembre		Exercice allant du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004
	2006	2005	
Valeur liquidative au début de l'exercice . . . . .	22,47 \$	23,89 \$	23,75 \$
<b>Augmentation (diminution) liée aux activités :</b>			
Total des revenus . . . . .	0,01	—	0,05
Total des charges . . . . .	(0,41)	(0,46)	(0,22)
Gains réalisés (pertes) pour la période . . . . .	1,25	0,52	—
Gains non réalisés (pertes) pour la période . . . . .	1,29	0,24	1,52
<b>Augmentation (diminution) totale liée aux activités<sup>(1)</sup></b> . . . . .	2,14	0,30	1,36
<b>Distributions :</b>			
Revenu de placement (sauf les dividendes) . . . . .	—	—	—
Gains en capital . . . . .	—	—	—
Remboursement de capital . . . . .	1,75	1,75	0,875
Distributions annuelles totales <sup>(2)</sup> . . . . .	1,75	1,75	0,875
Valeur liquidative à la fin de l'exercice . . . . .	23,07 \$	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 la période.
- (2) Les distributions ont été versées en numéraire.
- (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 la période et la valeur liquidative par part à la fin de la période.

## Ratios et données supplémentaires

	Exercices terminés les 31 décembre		Exercice allant du 30 juin au 31 décembre 2004
	2006	2005	
Actif net (en milliers de dollars) <sup>(1)</sup> . . . . .	65 587 \$	70 702 \$	77 173 \$
Nombre de parts en circulation <sup>(1)</sup> . . . . .	2 843 300	3 146 200	3 230 000
Ratio des frais de gestion <sup>(2)</sup> . . . . .	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge . . . . .	7,27 %	11,75 %	18,02 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>(3)</sup> . . . . .	10,61 %	62,33 %	—
Ratio des frais d'opérations <sup>(4)</sup> . . . . .	0,00 %	0,00 %	0,02 %
Cours de clôture ou valeur liquidative à la fin de l'exercice . . . . .	20,56 \$	20,50 \$	26,40 \$

- (1) Données à la fin des périodes indiquées.

- (2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion comprend non seulement les charges du Fonds, mais également une estimation des charges auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents inclus dans les ratios ci-dessus pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006 a accru le ratio des frais de gestion du Fonds de 5,47 % (de 8,50 % en 2004 et 2005). Ce ratio annualisé a été calculé à partir du total des charges indiqué dans les états financiers annuels vérifiés des fonds sous-jacents pour les exercices terminés respectivement les 31 décembre 2005 et 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds à la fin de la période. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, la performance du gestionnaire et le moment des rachats. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour la période en cours.
- (3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de l'exercice. Plus le taux de rotation au cours d'un exercice est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital impossibles pour l'exercice. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement du Fonds.
- (4) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

## Rendements passés

### *Information d'ordre général*

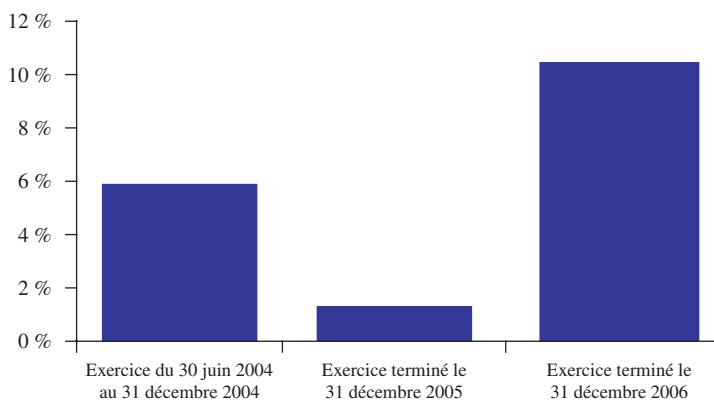
Veuillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- (a) L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie;
- (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 de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

## Rendements annuels

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

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



## Rendements annuels composés

Le tableau ci-après compare le rendement annuel composé historique de la Fiducie pour les périodes indiquées au rendement de divers indices boursiers.

	<u>Depuis l'établissement*</u>	<u>Exercice précédent</u>
Northwater Five-Year Market-Neutral Trust .....	7,21 %	10,84 %
Indice composé S&P/TSX .....	20,36 %	17,26 %
Indice des bons du Trésor à 91 jours Scotia Capitaux .....	3,07 %	3,98 %
Indice obligataire universel Scotia Capitaux .....	6,65 %	4,06 %

\* La Fiducie a été établie le 30 juin 2004.

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

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

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

### Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

Le gérant assume l'administration courante de la Fiducie, la gestion de son portefeuille et les services aux porteurs de parts. En contrepartie de ces services, il touche des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,15 % de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.

La Fiducie verse également au gérant des frais de service qui correspondent à 0,30 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre. Le gérant paie aux courtiers en valeurs inscrits des frais de service 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 courtiers à la fin du trimestre visé. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 111 785 \$ et à 210 187 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 31 décembre 2006 s'établissaient à 26 336 \$ et à 53 024 \$, respectivement.

### Autres frais

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; ces frais varient selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ils sont calculés et payés trimestriellement à terme échu.

### Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fonds de couverture subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, du gérant et de la Fiducie. Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou

provisoire des fonds de couverture indiquée par leur gestionnaire et l'entité chargée de leur administration. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie a varié entre 22,23 \$ et 23,30 \$, compte tenu des distributions (entre 22,47 \$ et 24,44 \$ par part au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 19,50 \$ et 21,51 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 (entre 20,21 \$ et 26,22 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

## Distributions

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, des distributions totalisant 1,75 \$ par part, soit 5 170 332 \$ au total, ont été déclarées (1,75 \$ par part, soit 5 615 838 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005). Ces distributions représentent un rendement de 7 % sur le prix de souscription initial de 25,00 \$ la 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 Loi de l'impôt sur le revenu.

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

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

### Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
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 2006	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 mars 2006	13 avril 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
30 juin 2006	14 juillet 2006	Remboursement de capital	0,4375 \$
30 septembre 2006	13 octobre 2006	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 décembre 2006	15 janvier 2007	Remboursement de capital	0,4375 \$

### Rachat aux fins d'annulation

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

Le 21 août 2006, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 290 645 parts durant la période allant du 30 août 2006 au 29 août 2007, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a racheté 302 900 parts, pour un coût total de 6 293 840 \$, (83 800 parts pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005) aux fins d'annulation en vertu de ces programmes.

## RAPPORT DU CONSEIL CONSULTATIF

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

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

- à surveiller et à examiner tout cas de conflit d'intérêts réel ou potentiel qui lui est soumis par le gérant et à rendre un avis impartial;
- à surveiller et à examiner tout cas d'opérations entre personnes apparentées qui lui est soumis par le gérant et à rendre un avis impartial;
- à recevoir et à examiner les rapports périodiques qui lui sont remis par le gérant à l'égard de : i) l'exploitation et le rendement de la Fiducie en général, ii) le respect des lignes directrices en matière de placement de la Fiducie, iii) le respect des contrats importants de la Fiducie;
- le cas échéant, à étudier toute autre question qui doit lui être soumise conformément à l'acte de fiducie daté du 18 juin 2004 et aux lois, règles et règlements sur les valeurs mobilières applicables.

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

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

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

Le conseil consultatif atteste que la direction du gérant a été réceptive et coopérative en ce qu'elle a permis aux membres d'examiner les documents en

question et de poser des questions à certains membres de la direction du gérant selon que le conseil consultatif le jugeait nécessaire pour assumer correctement les responsabilités que lui confère son mandat.

Le conseil consultatif accomplit ses fonctions en examinant les rapports périodiques préparés par le gérant, en examinant tout cas de conflit d'intérêts réel ou potentiel qui lui est soumis par le gérant et en y donnant suite, ainsi qu'en tenant des réunions périodiques pour analyser les activités du gérant en sa qualité 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 de celle-ci. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport annuel incombe au gérant.

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

Les experts comptables du cabinet PricewaterhouseCoopers s.r.l./s.e.n.c.r.l. sont les vérificateurs externes de la Fiducie. Ils ont vérifié les états financiers conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada afin d'être en mesure d'exprimer, à l'intention des porteurs de parts, une opinion sur les états financiers. Leur rapport figure à la page 25.



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



SHAUNA CASSIDY, CFA  
Vice-présidente  
Northwater Fund Management Inc.

Le 16 mars 2007

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

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

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

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

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

Comptables agréés  
Toronto (Ontario)  
Le 16 mars 2007

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

## États de l'actif net

	<u>31 décembre 2006</u>	<u>31 décembre 2005</u>
<b>Actif</b>		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 1 208 149 \$ en 2006; 2 902 330 \$ en 2005) . . . . .	1 211 636 \$	2 902 330 \$
Actions ordinaires à la juste valeur (note 3) (coût : 57 164 521 \$ en 2006; 65 441 552 \$ en 2005) . . . . .	77 760 371	66 715 061
Gain non réalisé sur le contrat à terme (note 6) . . . . .	—	3 485 710
	<u>78 972 007</u>	<u>73 103 101</u>
<b>Passif</b>		
Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 6) . . . . .	12 001 389	—
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer . . . . .	40 507	52 784
Frais de service à payer (note 7) . . . . .	53 024	117 935
Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 7) . . . . .	26 336	29 053
Honoraires du comité consultatif à payer . . . . .	20 276	18 176
Frais de financement du contrat à terme à payer . . . . .	—	207 232
Distribution à payer (note 9) . . . . .	1 243 944	1 376 463
Emprunt bancaire (note 8) . . . . .	—	599 840
	<u>13 385 476</u>	<u>2 401 483</u>
<b>Actif net</b> . . . . .	<u>65 586 531 \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>
<b>Actif net et capitaux propres (note 5)</b>		
Capital social . . . . .	67 010 243 \$	74 148 921 \$
Bénéfices non répartis (déficit) . . . . .	(1 423 712)	(3 447 303)
Total . . . . .	<u>65 586 531 \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>
<b>Nombre de parts en circulation (note 5)</b> . . . . .	<u>2 843 300 \$</u>	<u>3 146 200 \$</u>
<b>Valeur liquidative par part</b> . . . . .	<u>23,07 \$</u>	<u>22,47 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,  
Northwater Fund Management Inc.

Par : 

Par : 

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des résultats

	Exercice terminé les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Revenu de placement</b>		
Autres intérêts créditeurs .....	24 177 \$	12 151 \$
	<u>24 177</u>	<u>12 151</u>
<b>Charges</b>		
Frais de service (note 7) .....	210 187	240 847
Frais de financement du contrat à terme (note 7) .....	723 678	861 099
Frais de gestion (note 7) .....	111 785	121 799
Honoraires de vérification .....	61 302	33 891
Honoraires du comité consultatif .....	12 450	20 000
Droits de garde .....	14 542	8 872
Frais juridiques .....	18 576	28 513
Frais d'information aux porteurs de titres .....	31 177	132 549
Intérêts et commissions de garantie .....	32 146	18 535
Autres frais .....	—	14 238
	<u>1 215 843</u>	<u>1 480 343</u>
<b>Perte nette de placement</b> .....	<u>(1 191 666)</u>	<u>(1 468 192)</u>
<b>Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements</b>		
Gain net réalisé (perte) sur :		
actions ordinaires .....	3 704 517	1 666 077
devises (note 6) .....	992	—
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des :		
actions ordinaires .....	19 322 341	(2 201 676)
Contrat à terme (note 6) .....	(15 487 099)	2 964 003
<b>Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour l'exercice</b> .....	<u>7 540 751</u>	<u>2 428 404</u>
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b> .....	<u>6 349 085 \$</u>	<u>960 212 \$</u>
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités par part pour l'exercice*</b> .....	<u>2,14 \$</u>	<u>0,30 \$</u>

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

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Actif net au début de l'exercice</b> .....	70 701 618 \$	77 173 384 \$
<b>Augmentation de l'actif net liée aux activités pour l'exercice</b> .....	6 349 085	960 212
<b>Opérations sur parts (note 5)</b>		
Parts annulées .....	(6 293 840)	(1 816 140)
	(6 293 840)	(1 816 140)
<b>Distributions aux porteurs de parts (note 9)</b>		
Remboursement de capital .....	(5 170 332)	(5 615 838)
	—	(5 615 838)
<b>Actif net à la fin de l'exercice</b> .....	<u>65 586 531 \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

## États des flux de trésorerie

	Exercices terminés les 31 décembre	
	2006	2005
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation</b>		
Augmentation de l'actif net liée aux activités . . . . .	6 349 085 \$	960 212 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements en actions ordinaires . . . . .	(19 322 341)	2 201 676
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats de change à terme . . . . .	15 487 099	(2 964 003)
Perte nette réalisée (gain) sur les actions ordinaires . . . . .	(3 704 517)	(1 666 077)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs . . . . .	(285 037)	139 754
Achat d'actions ordinaires . . . . .	(15 788 012)	(44 135 691)
Produit du règlement des actions ordinaires . . . . .	27 769 560	51 885 096
	<u>10 505 837</u>	<u>6 420 967</u>
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>		
Avance sur prêt . . . . .	(599 840)	599 840
Rachat de parts de la Fiducie pour annulation . . . . .	(6 293 840)	(1 816 140)
Distribution versée aux porteurs de parts de la Fiducie . . . . .	(5 302 851)	(5 652 500)
Paieement de frais de placement . . . . .	—	(461 241)
	<u>(12 196 531)</u>	<u>(7 330 041)</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme . . . . .	<u>(1 690 694)</u>	<u>(909 074)</u>
Trésorerie et placements à court terme au début de la l'exercice . . . . .	<u>2 902 330</u>	<u>3 811 404</u>
<b>Trésorerie et placements à court terme à la fin de l'exercice . . . . .</b>	<u>1 211 636 \$</u>	<u>2 902 330 \$</u>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés . . . . .	31 986	6 695

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

**NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST**

État des titres en portefeuille  
31 décembre 2006

	Date d'échéance	Nombre d'actions/ valeur nominale	Coût	Juste valeur ou valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placements
<b>Portefeuille d'actions ordinaires</b>					
Alliance Atlantis, cat. B		124 920	4 325 979 \$	6 305 962 \$	7,99 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc		212 500	4 771 531	2 037 875	2,58 %
Axcan Pharma Inc		274 492	4 325 994	4 551 077	5,76 %
Bombardier Inc B		1 778 341	4 623 686	7 024 447	8,90 %
Celestica Inc		280 445	2 810 059	2 546 441	3,22 %
Cognos Inc		103 100	4 770 426	5 108 605	6,47 %
Dorel Industries, cat. B		147 594	4 325 980	4 655 115	5,89 %
Forzani Group Ltd.		335 744	4 028 928	6 436 212	8,15 %
Kinross Gold Corp.		387 882	3 048 753	5 360 529	6,79 %
Lionore Mining Intl Ltd.		718 950	3 666 645	9 526 088	12,07 %
Martinrea International Inc.		593 833	3 782 716	7 066 613	8,95 %
Nortel Networks Corp		81 661	3 679 455	2 554 356	3,23 %
Research In Motion Ltd		39 895	3 508 951	5 944 355	7,53 %
RONA Inc		157 366	2 340 373	3 304 686	4,18 %
Western Oil Sands Inc, cat. A		163 192	3 155 045	5 338 010	6,76 %
<b>Placements</b>			<u>57 164 521</u>	<u>\$ 77 760 371</u>	<u>98,47 %</u>
<b>Trésorerie</b>			<u>112 285</u>	<u>112 285</u>	<u>0,14 %</u>
<b>Placements à court terme</b>					
Effets de commerce – Paccar Financial	5 janvier 2007	1 100 000	1 095 864	1 099 351	1,39 %
<b>Trésorerie et placements à court terme</b>			<u>1 208 149</u>	<u>1 211 636</u>	<u>1,53 %</u>
<b>Total des placements</b>			<u>58 372 670</u>	<u>78 972 007</u>	<u>100,00 %</u>
<b>Passif net</b>				<u>(13 385 476)</u>	
<b>Actif net et capitaux propres</b>				<u>65 586 531</u>	

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

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005

---

### 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 conclue le 18 juin 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire. Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») est le fiduciaire de la Fiducie et la Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») en est le dépositaire. La Fiducie a commencé ses activités le 30 juin 2004 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») a commencé ses activités le 30 juin 2004. 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 ») et son actif net sera alors distribué au prorata aux porteurs de parts, à moins qu'une autre date de liquidation plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin.

Les actifs de la Fiducie investis dans de la trésorerie, des placements à court terme et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») sont combinés à un contrat à terme (le « 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

Ces états financiers sont préparés selon les principes comptables généralement reconnus du Canada.

Le 23 février 2007, le Conseil des normes comptables a modifié les notes d'orientation NOC-15 et NOC-18, intitulées respectivement « Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities) » et « Sociétés de placement », afin que les sociétés de placement ne soient pas tenues de consolider leurs entités à détenteurs de droits variables. La modification s'applique aux exercices terminés le 30 septembre 2007 ou plus tard; l'adoption anticipée est encouragée. La Fiducie a adopté par anticipation cette modification et les états financiers

de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 ont été préparés conformément à la norme révisée. Par conséquent, les comptes de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited n'ont pas été inclus dans les présents états financiers. La Fiducie ne détient aucune participation dans le Fonds, mais reste exposée à la plupart des risques et des avantages économiques du Fonds à travers le contrat à terme.

#### a) Placements

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

La trésorerie et les placements à court terme sont composés de dépôts dans des comptes portant intérêt et de placements à court terme dont l'échéance est de moins de 90 jours au moment de l'achat. Les placements à court terme sont évalués selon le cours acheteur d'instruments du même type à chaque date d'évaluation. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

Les actions ordinaires cotées sur une bourse reconnue sont évaluées à leur cours de clôture à chaque date d'évaluation. Les actions ordinaires qui n'ont pas été négociées à cette date sont évaluées à la moyenne du cours acheteur et vendeur, ou au dernier cours connu. Les gains et pertes réalisés sont calculés selon le coût moyen. Le revenu provenant des distributions est comptabilisé à la date ex-dividende ou ex-distribution, au montant brut.

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte qui aurait été réalisé(e) si le contrat avait été « liquidé » à la date d'évaluation. La différence entre le coût et la juste valeur est comptabilisée à titre de gain ou perte non réalisé(e) sur les placements. La valeur du contrat à terme est fonction de la variation de l'évaluation de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited, qui est placé 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, déduction faite du coût du levier. Les placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de Northwater Five Year Market-Neutral Fund Limited sont évalués à la valeur d'actif net déclarée par leur gestionnaire de portefeuille ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation. Si cette valeur n'est pas disponible, la Fiducie utilise la valeur d'actif net provisoire la plus récente selon les rendements provisoires déclarés par les gestionnaires des fonds ou les entités chargées de leur administration.

## b) Conversion des devises

L'actif et le passif libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les produits et charges libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen de l'exercice. Les gains et les pertes de change non réalisés découlant de la conversion sont constatés dans les coûts de change.

## c) 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.

## d) Chiffres correspondants

Certains chiffres correspondants de 2005 ont été reclassés selon la présentation adoptée pour les états financiers de 2006.

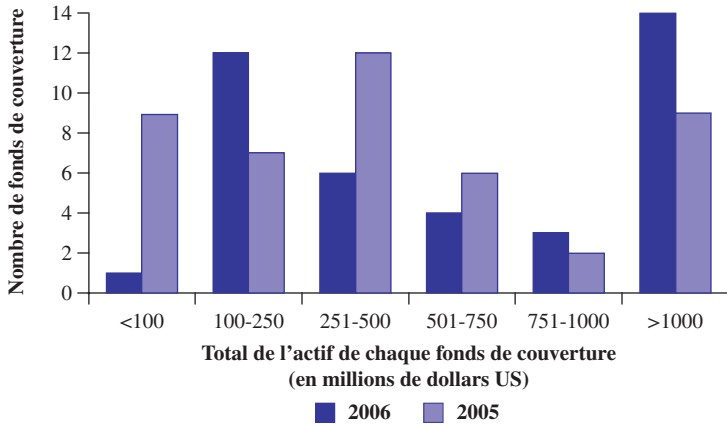
## 3. Placements en actions ordinaires

Le tableau suivant résume les opérations de placement effectuées au cours des exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005 :

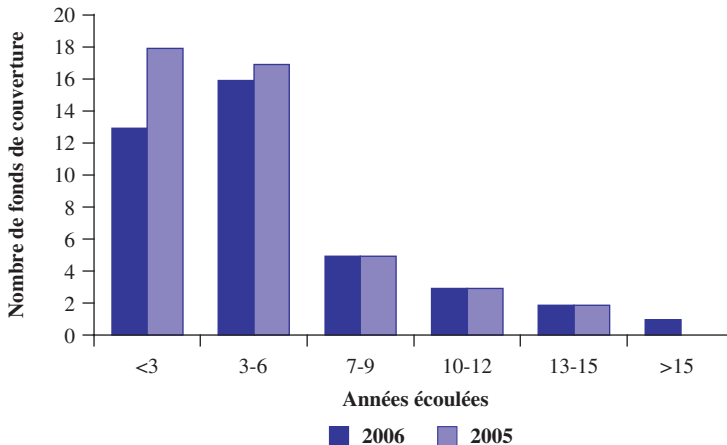
	<b>Exercice terminé le 31 décembre 2006</b>	<b>Exercice terminé le 31 décembre 2005</b>
<b>Actions ordinaires au coût au début de l'exercice</b> .....	65 441 552 \$	71 524 880 \$
Coût des actions ordinaires acquises .....	15 788 012	44 135 691
Coût des actions ordinaires vendues .....	(24 065 043)	(50 219 019)
<b>Actions ordinaires au coût, à la fin de l'exercice</b> .....	57 164 521	65 441 552
Moins-value non réalisée des actions ordinaires .....	20 595 850	1 273 509
<b>Actions ordinaires à la valeur marchande, à la fin de l'exercice</b> .....	77 760 371 \$	66 715 061 \$
Produit de la vente d'actions ordinaires .....	27 769 560 \$	51 885 096 \$
Coût des actions ordinaires vendues .....	(24 065 043)	(50 219 019)
<b>Gain net réalisé sur les actions ordinaires</b> .....	3 704 517 \$	1 666 077 \$

En plus des swaps de taux d'intérêt (note 4) et des contrats de change à terme (note 6), la Fiducie peut également avoir été exposée à des instruments dérivés aux 31 décembre 2006 et 2005 par l'entremise de ses placements directs dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Le risque de perte est néanmoins limité à la valeur des placements dans ces fonds.

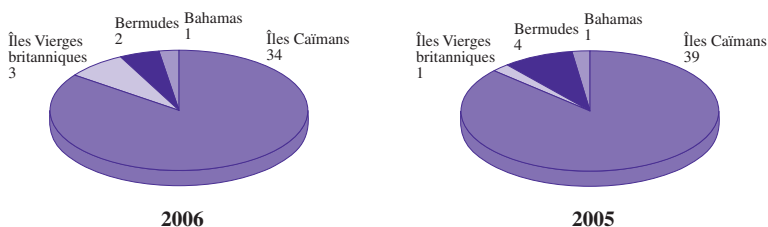
Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 31 décembre 2006 et 2005. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.



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



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture, dans lesquels le Fonds détient des placements, par domiciliation aux 31 décembre 2006 et 2005.



#### 4. Swap de taux d'intérêt

Le Fonds a conclu avec une banque américaine (le « cocontractant ») un swap de taux du marché monétaire variable en contrepartie d'un taux fixe de 4,37 %. Par conséquent, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient diminuer (ou augmenter) de 1 %, la valeur du Fonds augmenterait (ou diminuerait) d'environ 1,7 %.

Le cocontractant des swaps a une notation de AA-. La qualité du crédit du cocontractant a été analysée avant de conclure le swap et son évolution est régulièrement suivie.

Au 31 décembre 2006, le notionnel des swaps de taux d'intérêt était de 66 963 300 \$, et la date d'échéance était le 30 juin 2009 (notionnel de 76 000 000 \$ et date d'échéance du 30 juin 2009 au 31 décembre 2005).

#### 5. Capitaux propres

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

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. De plus, la Fiducie est autorisée à acheter des parts quand la valeur des parts destinées à la vente est inférieure à leur valeur liquidative. Dans le cadre

d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a acheté 302 900 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006 pour un coût total de 6 923 691 \$ (83 800 parts au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les tableaux qui suivent présentent les opérations portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) effectuées au cours des exercices terminés les 31 décembre 2006 et 2005 :

<b>Exercice terminé le 31 décembre 2006</b>	<b>Parts en circulation</b>	<b>Capital social</b>	<b>Bénéfices non répartis (déficit)</b>	<b>Capitaux propres</b>
<b>Solde au 31 décembre 2005</b> .....	3 146 200	74 148 921 \$	(3 447 303) \$	70 701 618 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice .....			6 349 085	6 349 085
Parts émises au cours de l'exercice .....	—	—	—	—
Parts annulées au cours de l'exercice .....	(302 900)	(7 138 678)	844 838	(6 293 840)
Distributions .....	—	—	(5 170 332)	(5 170 332)
<b>Solde au 31 décembre 2006</b> .....	<u>2 843 300</u>	<u>67 010 243 \$</u>	<u>(1 423 712) \$</u>	<u>65 586 531 \$</u>
<b>Exercice terminé le 31 décembre 2005</b>	<b>Parts en circulation</b>	<b>Capital social</b>	<b>Bénéfices non répartis (déficit)</b>	<b>Capitaux propres</b>
<b>Solde au 31 décembre 2004</b> .....	3 230 000	76 123 900 \$	1 049 484 \$	77 173 384 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour l'exercice .....	—	—	960 212	960 212
Parts annulées au cours de l'exercice .....	(83 800)	(1 974 979)	158 839	(1 816 140)
Distributions .....	—	—	(5 615 838)	(5 615 838)
<b>Solde au 31 décembre 2005</b> .....	<u>3 146 200</u>	<u>74 148 921 \$</u>	<u>(3 447 303) \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>

## 6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») afin de tirer avantage d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture ») et d'un swap de taux d'intérêt grâce au rendement du Fonds, société exonérée établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est

équivalente à 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 31 décembre 2006 s'établissait à 143 % (144 % au 31 décembre 2005). La Fiducie a acquis le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille et l'a cédé en garantie au cocontractant. La Fiducie a convenu de céder au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires, à la date de liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du levier financier assumé par le cocontractant afin de fournir le rendement du Fonds, et des coûts afférents au levier. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires.

La valeur nominale du contrat à terme au 31 décembre 2006 s'établissait à 26 510 645 \$ US et 53 894 915 \$ CA (31 654 828 \$ US et 64 352 801 \$ CA au 31 décembre 2005). Pendant l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le cocontractant a racheté 1 289 actions participatives du Fonds pour 16 854 988 \$ (14 839 804 \$ US) et il a versé 11 981 522 \$ à la Fiducie par suite d'une réduction de la valeur nominale du contrat à terme, en contrepartie d'un règlement partiel du portefeuille d'actions ordinaires.

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 2006, 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 notation 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. 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 1,7 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

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

La Fiducie a retenu les services du gérant aux termes 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 la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement est enregistré au Canada comme conseiller dans les

catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi intitulée *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme « commodity trading advisor » et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Il est aussi membre de la National Futures Association des États-Unis (la « NFA »).

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

Le Fonds verse aussi au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,15% par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement à terme échu. Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, les frais de conseil se sont chiffrés à 1 105 293 \$ (977 902 \$ US) (1 311 077 \$ (1 084 679 \$ US) pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Des frais de service correspondant à 0,30 % par an de l'actif net de la Fiducie sont versés au gérant. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ils sont reversés en partie 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 liés au contrat 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; ces frais varient selon la

valeur du portefeuille d'actions ordinaires, sont payables par la Fiducie au cocontractant du contrat à terme et sont calculés et payés trimestriellement à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 6).

## 8. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière américaine (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, si elle est moins élevée, afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges. Les intérêts et les commissions de non-utilisation sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont établis en fonction du taux préférentiel ou du taux des acceptations bancaires des fonds canadiens, ou des deux. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque.

Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006, le solde de l'emprunt bancaire a fluctué entre néant et 2 900 000 \$ (il a varié entre néant et 1 800 000 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est chiffré à 5,04 %.

## 9. Distributions

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

Pour l'exercice terminé le 31 décembre 2006, la Fiducie a déclaré des distributions de 1,75 \$ par part, soit 5 170 332 \$ au total, (1,75 \$ par part, soit 5 615 838 \$ au total, pour l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

## 10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2005, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes à la cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés tirés de ses placements, est versée ou à verser aux porteurs de parts chaque année civile, celle-ci n'a pas d'impôt à payer en vertu des dispositions

actuelles de la Loi de l'impôt. Le revenu est imposable entre les mains des porteurs de parts. Il peut arriver que la Fiducie distribue plus de revenu qu'elle n'en gagne aux fins fiscales. Cette distribution excédentaire est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit en conséquence. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2006, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 2 980 583 \$ (2 519 000 \$ au 31 décembre 2005) échéant à compter de 2011 et d'aucun report de pertes en capital (aucun au 31 décembre 2005).

## 11. Indemnités

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

- 1) en priorité devant tout droit du gérant ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que le gérant, relativement à toute obligation et à tous frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit;
- 2) une indemnité payable à 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 pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, dommage, perte, action et procédure de toute sorte découlant du fait qu'il détient le 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 exigible 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; iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signée et à l'acquittement de ses obligations;
- 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, 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, aucun paiement n'a été effectué au titre de ces indemnités. La Fiducie estime que le passif actuel à ce titre est nul. Les conventions d'indemnisation conclues par la Fiducie peuvent avoir une durée illimitée. La Fiducie n'est pas en mesure d'évaluer l'obligation possible maximale liée aux indemnités, étant donné que les conventions ne précisent pas de montant maximal et que les montants qui peuvent être exigibles dépendent d'éventualités futures dont il n'est pas possible, à l'heure actuelle, de déterminer la nature ni la probabilité.

**NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.**

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

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

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

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

Northwater agit aussi à titre de conseiller des deux fiducies de placement à capital fixe suivantes, dont les titres sont inscrits à la Bourse de Toronto :

- Northwater Market-Neutral Trust, créée en 1997, constitue le premier instrument de placement négocié en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.
- Northwater Top 75 Income Trusts <sup>Plus</sup>, lancée en 2005.

## NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

---

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

## GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

---

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

## CONSEILLER EN PLACEMENT

---

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

## CONSEILLER JURIDIQUE

---

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

## VÉRIFICATEURS

---

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

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

---

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

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

Symbole TSE : NYF.UN

Also available in english



