

NORTHWATER

**Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
30 juin 2005
Rapport du deuxième trimestre**





HISTORIQUE

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie du semestre terminé le 30 juin 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 de gestion	4
Responsabilité de la direction	16
États financiers non vérifiés	17
Northwater Capital Management Inc.	32

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 qui produit 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. La Fiducie obtient ces rendements par l'entremise d'un contrat à terme. Les parts de la Fiducie sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Le rendement de la Fiducie s'est établi à 1,65 % pour le deuxième trimestre de 2005. Pendant cette période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a progressé de 4,47 %, l'indice composé TSX a gagné 3,58 % et l'indice S&P 500 a grimpé de 1,37 %. La Fiducie a versé des distributions de 0,4375 \$ par part pour le trimestre.

Le swap de taux d'intérêt fixe-variable a eu une incidence positive d'environ 2,07 % sur le rendement trimestriel de la Fiducie en raison de la baisse des taux d'intérêt canadiens à moyen terme. Les États-Unis ont resserré leur politique monétaire; le Federal Open Market Committee des États-Unis a relevé à deux reprises pendant le deuxième trimestre le taux des fonds fédéraux pour le porter à 3,25 %. Malgré la hausse des taux à court terme, les rendements à long terme sont restés à des niveaux relativement faibles, ce qui a contribué à l'aplatissement continu de la courbe de rendement. Plus particulièrement, le taux canadien de swap à cinq ans est passé de 4,01 % à 3,40 % au deuxième trimestre. Les grands marchés boursiers ont enregistré de modestes gains au cours du deuxième trimestre, car les investisseurs ont fait fi de la hausse du prix de l'énergie à la lumière de l'annonce, contre toute attente, de bonnes nouvelles économiques et de solides bénéfices des sociétés. Les principaux indicateurs économiques, y compris la confiance des consommateurs et la création d'emplois, ont été favorables et viennent appuyer les prévisions de forte croissance de l'économie américaine en 2005. Le prix des biens immobiliers a poursuivi son extraordinaire ascension, accroissant du même coup les craintes de surévaluation.

Avril et mai ont été des mois volatils sur le marché de la dette; la cote des titres d'emprunt de General Motors et de Ford a été ramenée au niveau des obligations de pacotille, ce qui a causé une poussée des écarts de crédit et un éclatement des corrélations prévues pour les produits de financement structuré. Toutefois, la contagion sur les marchés des dérivés sur crédit ne s'est que très peu propagée aux autres catégories d'actifs. Le prix du pétrole brut léger a franchi la barre des 60 \$ aux États-Unis en juin, en raison de l'engorgement de l'offre, de la capacité de raffinage inadéquate et de faits nouveaux défavorables sur le plan politique au Nigéria et au Moyen-Orient. Sur les marchés du change, les solides données économiques américaines, le résultat négatif des référendums sur la constitution européenne tenus aux Pays-Bas et en France ainsi que l'impasse budgétaire de l'Union européenne ont poussé le dollar américain à la hausse en regard de l'euro.

Dans l'ensemble, le fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de Northwater a affiché des rendements tempérés au deuxième trimestre. Les stratégies d'arbitrage sur titres de sociétés visées par des fusions et d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ont grandement contribué au rendement du portefeuille.

La piètre performance des gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres convertibles est attribuable aux fortes ventes d'obligations convertibles et à la baisse de la volatilité prévue à long terme. L'arbitrage sur titres à revenu fixe a connu des faiblesses en juin, le contexte difficile du premier trimestre ayant continué de prévaloir. Les marchés obligataires ont affiché une volatilité moindre, avec quelques reprises. La stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie a également eu une incidence défavorable sur le rendement en raison des conditions climatiques anormales qui ont prévalu en Europe.

Bien que les nouvelles occasions de placement se soient faites rares au chapitre des titres en difficulté, une exposition sélective à des titres en difficulté opérationnelle a permis de dégager de solides rendements au cours du trimestre. La stratégie d'arbitrage de titres adossés à des créances a continué de contribuer fortement aux résultats, du fait que les écarts sont demeurés minces et ont offert des possibilités de prise de profits. Les stratégies d'arbitrage de titres visés par une fusion et les stratégies événementielles connexes ont également affiché un bon rendement, par suite de la réalisation d'opérations en situation spéciale découlant de mesures touchant la structure d'entreprise telles que les opérations sur valeur résiduelle de sociétés de portefeuille, les scissions-distributions et les restructurations de capital.

Au deuxième trimestre, Northwater a continué de gérer activement le portefeuille de la Fiducie, entre autres en ajoutant à l'univers des gestionnaires un fonds d'arbitrage de financement structuré. Par ailleurs, un fonds d'arbitrage de titres convertibles a notamment été supprimé par suite d'une baisse du rendement produit par la stratégie. Northwater continue de mettre l'accent sur l'amélioration du portefeuille en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en se concentrant sur des stratégies à rendement peu réactif au marché qui permettent de 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



DAVID S. FINCH, CFA
Vice-président

Le 25 juillet 2005

RAPPORT DE GESTION

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

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

Objectifs de placement

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

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

Il n'existe aucune assurance qu'un placement dans le Fonds dégagera un rendement positif à court ou à long terme.

Le changement récemment apporté à la règle sur les biens étrangers à laquelle sont assujettis les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à imposition

différé n'aura aucune incidence sur la Fiducie, car les parts de celle-ci ont toujours été admissibles aux REER et aux FERR à titre de biens canadiens.

Stratégie de placement

La Fiducie a investi le produit net de son placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »). La Fiducie a conclu un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») ayant une notation de « AA- » afin de bénéficier du rendement de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société dispensée établie en vertu des lois des îles Caïmans et conseillée par le conseiller en placement, en échange du rendement du portefeuille d'actions ordinaires. 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, par le biais du contrat à terme.

Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à environ 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2005 s'établissait à 155 % (147 % au 31 décembre 2004). Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller a recours à des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages qui découlent de la diversification et de réduire la volatilité prévue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un solide rendement ajusté en fonction du risque, le conseiller est d'avis que l'exposition de la Fiducie au Fonds, qui détient un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement du Fonds et celui des principaux marchés des actions et des valeurs à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le biais du contrat à terme augmentera le risque pour les porteurs de parts et n'améliorera pas le rendement si la valeur du portefeuille de fonds de couverture diminue.

En vertu du contrat à terme, la Fiducie s'expose aussi aux swaps de taux (les « swaps ») conclus par le Fonds. Grâce aux swaps, 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 au moyen de son exposition aux swaps. 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 4,0 %.

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

Au 30 juin 2005, le ratio de levier financier de la Fiducie était de 0,26 %.

Procédé de gestion des placements

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

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

1. La création d'un ensemble à volets multiples de principes en matière de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes d'investissement ont évolué et continuent d'évoluer parallèlement à l'expérience qu'acquiert le conseiller en matière de placement dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et de gestion de stratégies complexes visant des instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie nécessaire à la gestion de stratégies peu réactives au marché et de stratégies d'instruments dérivés de haute technicité. Le conseiller a réuni une équipe de professionnels en matière de placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de risques essentiels à la gestion d'un fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haute technicité.

3. Une recherche mondiale progressive de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes et aux critères en matière de placement du conseiller et du Fonds quant à la faible réactivité au marché et aux rendements élevés ajustés en fonction du risque. La recherche du conseiller vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une expertise dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes en matière de placement du conseiller et aux objectifs du Fonds.
5. L'utilisation de procédures quantitatives spécifiques qui font partie intégrante de la méthode d'investissement du conseiller, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de montage de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les essais de scénarios.
6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, notamment des évaluations du gestionnaire de fonds de couverture comportant des entrevues menées sur place, des évaluations mensuelles des portefeuilles et diverses références sectorielles. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire d'un fonds de couverture et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel d'un gestionnaire de fonds de couverture, son équipe de professionnels en placement et ses plans d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 13 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit généralement être réalisé avant que le conseiller ne recommande un placement. Ce processus comprend de nombreuses entrevues menées sur place par des professionnels en placement du conseiller, un rapport de contrôle préalable complet de la stratégie et de l'exploitation, une révision juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds de couverture au portefeuille de fonds de couverture. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, de

multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et une justification mensuelle du rôle du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller.

En outre, le conseiller gère les portefeuilles de clients et leur donne des conseils. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises sous réserve des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller entre les portefeuilles des clients d'une manière qu'il juge équitable pour les clients dans les circonstances.

Portefeuille et activités de placement

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

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

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2005, la Fiducie a investi dans sept nouveaux fonds de couverture et a revendu ses parts de deux fonds de couverture. Au cours du triestre terminé le 30 juin 2005, la Fiducie a investi dans deux nouveaux fonds de couverture et a revendu ses parts de deux fonds de couverture.

Au 30 juin 2005, le portefeuille de fonds de couverture était constitué de placements dans 48 fonds de couverture gérés par 46 gestionnaires (43 fonds de couverture gérés par 39 gestionnaires au 31 décembre 2004) employant 13 stratégies de couverture ou stratégies peu réactives au marché différentes. Le conseiller est d'avis que la vaste gamme de fonds de couverture choisis favorise la diversification au moyen de laquelle le Fiducie cherche à atteindre ses objectifs en matière de rendement ajusté en fonction du risque et de rendement peu réactif au marché.

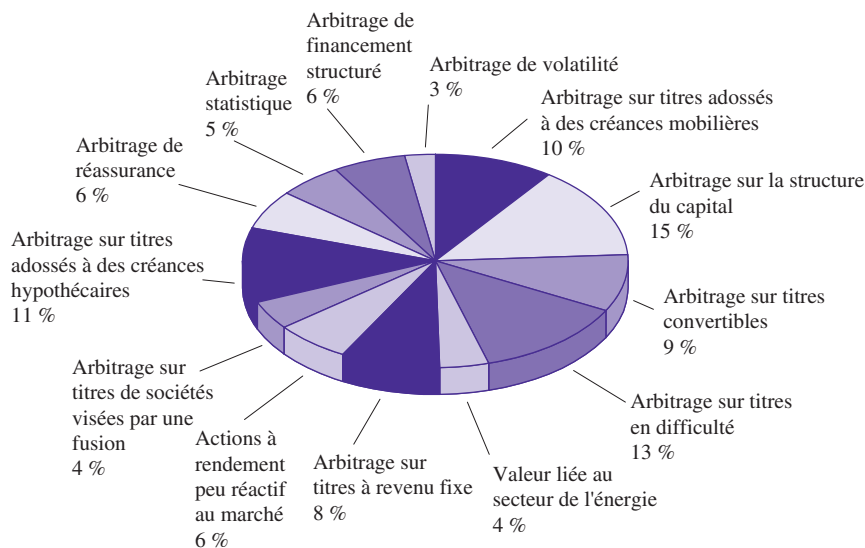
Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

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

Exposition au portefeuille de fonds de couverture

Stratégie	Au 30 juin 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)
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières . . .	4	8 629 791 \$ 10 %	5	8 024 230 \$ 13 %
Arbitrage sur la structure du capital	5	8 500 633 10 %	3	5 660 546 10 %
Arbitrage sur titres convertibles	2	4 527 774 5 %	3	4 352 578 7 %
Arbitrage sur titres en difficulté	5	10 043 982 11 %	4	6 582 534 11 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	3	2 833 193 3 %	2	1 940 669 3 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	4	6 934 943 8 %	4	4 803 193 8 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	3 644 126 4 %	2	1 466 163 2 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 092 117 11 %	4	5 793 546 10 %
Multistratégies	11	21 939 620 25 %	9	12 531 886 22 %
Arbitrage de réassurance	2	5 287 144 6 %	2	3 573 589 6 %
Arbitrage statistique	1	788 219 1 %	1	802 900 1 %
Arbitrage de financement structuré	5	5 632 603 6 %	4	4 029 311 7 %
	<u>48</u>	<u>88 854 145 \$ 100 %</u>	<u>43</u>	<u>59 561 145 \$ 100 %</u>

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 30 juin 2005. Les fonds de couverture multistratégies sont répartis dans plus d'une catégorie, pour refléter les différentes stratégies utilisées.



Le tableau qui suit présente la plus forte concentration de fonds par stratégie de placement en pourcentage de la valeur de l'actif net du Fonds au 30 juin 2005 et 31 décembre 2004.

Stratégie	Au 30 juin 2005	Au 31 décembre 2004
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières . . .	3,90 %	3,83 %
Arbitrage sur la structure du capital	3,72 %	3,98 %
Arbitrage sur titres convertibles	1,51 %	2,24 %
Arbitrage sur titres en difficulté	3,47 %	3,18 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1,19 %	1,57 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	1,87 %	2,04 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion . . .	1,99 %	1,12 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,11 %	4,21 %
Multistratégies	5,12 %	4,48 %
Arbitrage de réassurance	2,90 %	4,14 %
Arbitrage statistique	0,82 %	1,20 %
Arbitrage de financement structuré	1,65 %	2,23 %

Profil de risque

Le tableau ci-dessous dresse, pour la période depuis l'établissement et pour le semestre et le trimestres terminés les 30 juin 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.

	Depuis l'établissement de la Fiducie au 30 juin 2005	
Statistiques de la Fiducie		
Nombre de rendements mensuels positifs		10
Nombre de rendements mensuels négatifs		2
Pourcentage des mois négatifs		16,7 %
Rendement moyen des mois négatifs		-0,63 %
Rendement mensuel le plus bas		-1,07 %
	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Statistiques des fonds de couverture		
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	30	35
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	18	13
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,52 %	3,52 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,16	0,16

Notes :

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 juin 2005.
- 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 30 juin 2005, 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 30 juin 2005, 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 le semestre terminé le 30 juin 2005, la Fiducie a affiché un rendement de 2,87 %. Le rendement de la Fiducie pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, compte tenu des distributions effectuées au cours de cette période, s'est élevé à 1,65 %. Les stratégies d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières, d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et d'arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ont eu un apport positif sur les résultats de la Fiducie pour le semestre et le trimestre terminés le 30 juin 2005. Par contre, la stratégie d'arbitrage sur titres convertibles et la stratégie de valeur liée au

secteur de l'énergie ont connu les rendements les plus faibles. Le swap de taux d'intérêt a accru le rendement de la Fiducie d'environ 1,63 % pour le semestre terminé le 30 juin 2005 (de 2,07 % pour le trimestre terminé le 30 juin 2005). L'évaluation à la valeur de marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a augmenté de 1 029 098 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2005 (de 1 295 202 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2005) en raison du repli des taux d'intérêt à moyen terme.

La Fiducie n'a pas été tenue de racheter ses parts aux termes de son programme d'achat de parts à des fins d'annulation, puisque le cours des parts de la Fiducie destinées à la vente n'a pas été inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part au cours du trimestre terminé le 30 juin 2005. Le programme n'a par conséquent pas contribué au rendement global de la Fiducie au cours de la période.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour le trimestres terminés le 30 juin 2005.

Stratégie	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2,54 %	6,03 %
Arbitrage sur la structure du capital	-2,53 %	-3,06 %
Arbitrage sur titres convertibles	-4,24 %	-5,82 %
Arbitrage sur titres en difficulté	1,86 %	2,64 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	-2,59 %	-5,12 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	-0,53 %	1,94 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	4,01 %	5,35 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	2,59 %	5,60 %
Multistratégies	0,40 %	2,49 %
Arbitrage de réassurance	1,90 %	4,21 %
Arbitrage statistique	-2,06 %	-1,48 %
Arbitrage de financement structuré	1,72 %	4,88 %

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 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 du Fiducie est calculée et établie mensuellement. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2005, la valeur liquidative par part du Fiducie a varié entre 23,69 \$ et 24,44 \$, compte tenu des distributions. Au cours du trimestre terminé le 30 juin 2005, la valeur liquidative par part du Fiducie a fluctué entre 23,69 \$ et 23,81 \$.

Le prix du marché des parts du 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 23,10 \$ et 25,76 \$ au cours du trimestre terminé le 30 juin 2005. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 23,10 \$ et 26,22 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2005.

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2005, des distributions totalisant environ 0,8750 \$ par part ont été déclarées. Ces distributions représentent un rendement de 3,50 % sur le prix de souscription initial de 25,00 \$ par part, qui cadre avec le rendement annuel cible de la Fiducie de 7 %. Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, des distributions totalisant environ 0,4375 \$ par part ont été déclarées.

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

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

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	À déterminer	0,4375 \$
30 juin 2005	15 juillet 2005	À déterminer	0,4375 \$

Frais

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

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

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

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

Revenu net découlant des activités

Pour le semestre terminé le 30 juin 2005, le revenu net découlant des activités de la Fiducie s'est élevé à 2 186 414 \$. Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, le revenu net découlant des activités de la Fiducie s'est élevé à 1 265 393 \$.

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

Le tableau qui suit présente le ratio des charges pour les trimestre et semestre terminé le 30 juin 2005. Le poste intitulé « Total des charges » présente le ratio des charges totales à l'actif net moyen pondéré. Le poste qui suit présente une autre mesure que le gérant juge utile aux investisseurs et qui fournit des

renseignements additionnels sur les charges de la Fiducie. Le ratio des charges ne tient pas compte des honoraires et frais de gestion imposés aux fonds de couverture sous-jacents.

<u>Ratio des charges à l'actif net moyen pondéré</u>	<u>Trimestre terminé le 30 juin 2005</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2005</u>
Total des charges*	<u>1,93</u> %	<u>1,86</u> %
Total des charges, déduction faite des frais de financement*	<u>0,77</u> %	<u>0,73</u> %

* Données annualisées

Achats aux fins d'annulation

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

En septembre 2004, la Fiducie a déposé à la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à concurrence de 253 000 parts, soit 10 % de ses parts alors en circulation. Conformément aux règles et règlements de la Bourse, la Fiducie ne peut acheter les parts à un prix plus élevé que le plus récent cours du marché. Les parts achetées en vertu de l'offre sont annulées.

Dans le cadre de ce programme, la Fiducie n'a racheté aucune part pour annulation au cours du semestre terminé le 30 juin 2005.

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 trimestriel 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.



BENITA M. WARBOLD, CA
Administratrice déléguée et
chef des finances



DANIEL C.R. MILLS, CFA
Administrateur délégué et
chef de l'investissement

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net

	30 juin 2005 <u>(non vérifiés)</u>	31 décembre 2004 <u>(vérifiés)</u>
Actif		
Encaisse et placements à court terme (coût : 2005 – 1 781 956 \$; 2004 – 3 800 027 \$)	1 781 956 \$	3 811 404 \$
Actions ordinaires – à la juste valeur (note 3) (coût : 2005 – 71 901 229 \$; 2004 – 71 524 880 \$) . . .	69 216 328	75 000 065
Contrat à terme (note 5)	<u>7 296 205</u>	<u>521 707</u>
	<u>78 294 489</u>	<u>79 333 176</u>
Passif		
Honoraires, droits de garde et autres frais	148 285	121 874
Frais de financement à terme à payer	—	163 552
Distributions à payer (note 8)	1 413 125	1 413 125
Emprunt bancaire (note 7)	199 531	—
Frais de placement à payer	—	461 241
	<u>1 760 941</u>	<u>2 159 792</u>
Actif net et capitaux propres (note 4)	<u>76 533 548 \$</u>	<u>77 173 384 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 4)	<u>3 230 000</u>	<u>3 230 000</u>
Valeur liquidative par part	<u>23,69 \$</u>	<u>23,89 \$</u>

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats

	Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)	Semestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)
Revenu de placement		
Intérêts	983 \$	13 726 \$
	<u>983</u>	<u>13 726</u>
Charges		
Frais de service (note 6)	61 418	122 940
Frais de financement à terme (note 6)	221 371	439 727
Frais de gestion (note 6)	30 829	62 164
Honoraires de vérification	10 702	21 404
Jetons de présence	5 000	10 000
Honoraires du dépositaire	2 055	4 896
Frais juridiques	17 909	19 915
Frais des rapports aux des porteurs de titres	12 612	29 057
Autre frais	8 191	10 554
	<u>370 087</u>	<u>720 657</u>
Perte nette de placement	<u>(369 104)</u>	<u>(706 931)</u>
Gain matérialisé et non matérialisé sur les placements		
Gain net matérialisé (perte) sur les éléments suivants :		
Actions ordinaires	310 645	2 278 933
Variation de la plus-value (moins-value) non matérialisée sur les éléments suivants :		
Actions ordinaires	(2 488 332)	(6 160 086)
Contrat à terme	3 812 184	6 774 498
Gain net matérialisé et non matérialisé sur les placements pour la période	<u>1 634 497</u>	<u>2 893 345</u>
Revenu net découlant des activités pour la période	<u>1 265 393 \$</u>	<u>2 186 414 \$</u>
Revenu net découlant des activités par part pour la période*	<u>0,39 \$</u>	<u>0,67 \$</u>

* Selon le nombre moyen d'actions participatives en circulation pour la période.

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

	<u>Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)</u>	<u>Semestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)</u>
Actif net au début de la période	76 681 280 \$	77 173 384 \$
Revenu net découlant des activités pour la période	<u>1 265 393</u>	<u>2 186 414</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 8)	<u>(1 413 125)</u>	<u>(2 826 250)</u>
Actif net à la fin de la période	<u>76 533 548 \$</u>	<u>76 533 548 \$</u>
Distributions par part pour la période*	<u>0,4375 \$</u>	<u>0,8750 \$</u>

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

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie

	Trimestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)	Semestre terminé le 30 juin 2005 (non vérifiés)
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Revenu net découlant des activités	1 265 393 \$	2 186 414 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la plus-value non matérialisée des actions ordinaires	2 488 332	6 160 086
Variation de la plus-value non matérialisée du contrat à terme	(3 812 184)	(6 774 498)
Gain net matérialisé sur actions ordinaires	(310 645)	(2 278 933)
Variations des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des comptes créditeurs	27 400	(137 141)
Achat d'actions ordinaires	(4 939 512)	(15 415 119)
Produit de la vente d'actions ordinaires	<u>6 842 078</u>	<u>17 317 703</u>
	<u>1 560 862</u>	<u>1 058 512</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Versement de distributions	(1 413 125)	(2 826 250)
Avance sur emprunt bancaire	199 531	199 531
Paiement de frais de placement	—	(461 241)
	<u>(1 213 594)</u>	<u>(3 087 960)</u>
Augmentation nette de l'encaisse et des placements à court terme	<u>347 268</u>	<u>(2 029 448)</u>
Encaisse et placements à court terme au début de la période	<u>1 434 688</u>	<u>3 811 404</u>
Encaisse et placements à court terme à la fin de la période	<u><u>1 781 956</u></u> \$	<u><u>1 781 956</u></u> \$

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille
30 juin 2005
(non vérifiés)

	Date d'échéance	Nombre d'actions/ valeur nominale	Coût	Juste valeur/valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placement
Portefeuille d'actions ordinaires					
Corporation Nortel Networks.* . . .		1 170 704	5 274 900 \$	3 734 545 \$	4,77 %
Research In Motion Ltd.*		39 895	3 508 951	3 597 332	4,59
Western Oil Sands Inc.*		255 942	4 939 512	6 078 155	7,76
Canfor Corp.*		317 836	5 641 589	4 672 189	5,97
ATI Technologies Inc.*		224 400	4 763 672	3 253 800	4,16
Celestica Inc.*		229 100	4 771 783	3 757 240	4,80
Cognos Inc.*		103 100	4 770 426	4 313 704	5,51
Biovail Corp.*		234 000	4 770 272	4 424 940	5,65
Precision Drilling Corp.*		142 600	4 770 651	6 886 154	8,80
Cott Corp.*		128 800	4 770 162	3 437 672	4,39
Angiotech Pharmaceuticals Inc.* . . .		212 500	4 771 539	3 584 875	4,58
Kinross Gold Corp.*		615 015	4 834 018	4 612 613	5,89
Alimentation Couche Tard Inc.* . . .		332 800	4 772 482	6 226 688	7,95
RONA Inc.*		320 800	4 770 990	7 917 344	10,11
Open Text Corp.*		<u>156 900</u>	<u>4 770 282</u>	<u>2 719 077</u>	<u>3,48</u>
			<u>71 901 229</u>	<u>69 216 328</u>	<u>88,41</u>
Gain non matérialisé sur le contrat à terme (note 5)			—	7 296 205	<u>9,31</u>
Total des placements			<u>71 901 229</u>	<u>76 512 533</u>	<u>97,72</u>
Encaisse			33 671	33 671	0,05
Dépôt bancaire					
	30 juin				
RBC	<u>2005</u>	<u>1 750 000</u>	<u>1 748 285</u>	<u>1 748 285</u>	<u>2,23</u>
Encaisse et placements à court terme		<u>1 750 000</u>	<u>1 781 956</u>	<u>1 781 956</u>	<u>2,28</u>
Total des placements du portefeuille			<u>73 683 185</u>	<u>78 294 489</u>	<u>100,00</u> %
Passif, montant net				<u>(1 760 941)</u>	
Actif net et capitaux propres				<u>76 533 548</u>	<u>\$</u>

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

Le taux de rendement de l'effet de commerce détenu au 30 juin 2005 est de 2,56 %.

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers

Pour les trimestre et semestre terminé le 30 juin 2005

(sans vérification)

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. Comme le Fiducie a commencé ses activités le 30 juin 2004, aucuns résultats correspondants n'ont été présentés pour le trimestre et semestre terminé le 30 juin 2004. Le gérant de la Fiducie n'a pas demandé aux vérificateurs, PricewaterhouseCoopers s.r.l., d'effectuer une mission d'examen des présents états financiers intermédiaires.

(a) Placements

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

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

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

La valeur du contrat à terme correspond au gain ou à la perte, le cas échéant, qui serait matérialisé si, à la date d'évaluation, le contrat à terme était « liquidé ». L'écart entre la juste valeur et le coût constitue le gain ou la perte non matérialisé découlant des placements. La valeur du contrat à terme est 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.

3. Placements en actions ordinaires

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

	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Actions ordinaires au début de la période, au coût	73 493 150 \$	71 524 880 \$
Coût des actions ordinaires acquises	4 939 512	15 415 119
Coût des actions ordinaires vendues	<u>(6 531 433)</u>	<u>(15 038 770)</u>
Actions ordinaires à la fin de la période, au coût	71 901 229	71 901 229
Moins-valeur non matérialisée sur actions ordinaires	<u>(2 684 901)</u>	<u>(2 684 901)</u>
Valeur marchande des actions ordinaires à la fin de la période	<u>69 216 328 \$</u>	<u>69 216 328 \$</u>
Produit de la vente d'actions ordinaires	6 842 078 \$	17 317 703 \$
Coût des actions ordinaires vendues	<u>(6 531 433)</u>	<u>(15 038 770)</u>
Gain net matérialisé sur les actions ordinaires	<u>310 645 \$</u>	<u>2 278 933 \$</u>

4. Parts émises et en circulation

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

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

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

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2,5 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. En outre, la Fiducie peut, en tout temps, faire l'acquisition de parts lorsqu'elles sont offertes à un prix inférieur à leur valeur liquidative. La Fiducie n'a

racheté aucune part au cours du semestre terminé le 30 juin 2005 en vertu de l'obligation trimestrielle de soutien du cours des parts de la Fiducie.

Les opérations sur les parts suivantes ont eu lieu au cours le trimestre et semestre terminé le 30 juin 2005.

	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Nombre de parts en circulation au début de la période	3 230 000	3 230 000
Parts émises au cours de la période	—	—
Parts annulées au cours de la période	<u>—</u>	<u>—</u>
Nombre de parts en circulation à la fin de la période	<u>3 230 000</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 (déficit) ont été conclues au cours de le trimestre et semestre terminé le 30 juin 2005:

	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Capital social au début de la période	76 123 900 \$	76 123 900 \$
Produit brut tiré de l'émission de parts au cours de la période	—	—
Coût des parts annulées au cours de la période	<u>—</u>	<u>—</u>
Capital social à la fin de la période	<u>76 123 900 \$</u>	<u>76 123 900 \$</u>
	Trimestre terminé le 30 juin 2005	Semestre terminé le 30 juin 2005
Bénéfices non répartis au début de la période	557 380 \$	1 049 484 \$
Revenu net découlant des activités de la période	1 265 393	2 186 414
Distributions aux porteurs de parts	<u>(1 413 125)</u>	<u>(2 826 250)</u>
Bénéfices non répartis à la fin de la période ..	<u>409 648 \$</u>	<u>409 648 \$</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 30 juin 2005 s'établissait à 155 % (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 69 731 821 \$ CA et 34 300 742 \$ US au 31 juin 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 30 juin 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 :

Stratégie	30 juin 2005	31 décembre 2004
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières . . .	9,43 %	11,53 %
Arbitrage sur la structure du capital	9,29 %	8,13 %
Arbitrage sur titres convertibles	4,95 %	6,25 %
Arbitrage sur titres en difficulté	10,98 %	9,46 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	3,10 %	2,79 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	7,58 %	6,90 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion . .	3,98 %	2,11 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	11,03 %	8,32 %
Multistratégies	23,98 %	18,01 %
Arbitrage de réassurance	5,78 %	5,13 %
Arbitrage statistique	0,86 %	1,15 %
Arbitrage de financement structuré	6,16 %	5,79 %

Au 30 juin 2005, la composition du portefeuille s'établissait ainsi : placements dans des fonds de couverture : 97,12 % (85,57 % au 31 décembre 2004); avoirs en espèces : 0,29 % (12,5 % au 31 décembre 2004); et swap de taux d'intérêt : 2,59 % (1,93 % au 31 décembre 2004).

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 30 juin 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 deça d'un certain seuil.

La Fiducie, par son exposition au swap de taux d'intérêt dans le Fonds, s'expose aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. Par exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient augmenter ou diminuer de 1 %, la valeur de l'actif net de la Fiducie augmenterait ou diminuerait d'environ 4,0 %. 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. agit à titre de conseiller (le « conseiller »). Le conseiller est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également enregistré aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller en opérations sur marchandises et « commodity pool operator » en vertu de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est membre de la National Futures Association (la « NFA »).

Outre les services aux porteurs de parts de la Fiducie, le gérant est responsable de l'administration courante de la Fiducie et de la gestion du portefeuille de titres. En contrepartie de ces services, le gérant touche des

honoraires de gestion annuels correspondant à 0,15 % de l'actif net de la Fiducie. Ces frais de gestion sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et sont payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse également au conseiller des frais de conseil qui correspondent à 1,15 % par année de l'actif net du Fonds. Pour le semestre terminé le 30 juin 2005, les frais de conseil se sont élevés à 549 399 \$ US. Pour le trimestre terminé le 30 juin 2005, ils ont totalisé 275 632 \$ US.

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

Ces frais de financement correspondent à environ 0,55 % par année de la valeur comptable de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited et sont majorés de frais pouvant varier en fonction de la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ces frais sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

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.

8. Distributions

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

Des distributions de 0,8750 \$ par part, pour un montant global de 2 826 250 \$, ont été déclarées par la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2005.

Des distributions de 0,4375 \$ par part, pour un montant global de 1 413 125 \$, ont été déclarées par la Fiducie pour le trimestre terminé le 30 juin 2005.

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

Le changement récemment apporté à la règle sur les biens étrangers à laquelle sont assujettis les caisses de retraite et les autres régimes de retraite à imposition différé n'aura aucune incidence sur la Fiducie, car les parts de celle-ci ont toujours été admissibles aux REER et aux FERR à titre de biens canadiens.

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

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

Northwater est un conseiller en placement établi au Canada reconnu comme un innovateur et un chef de file dans l'application de stratégies quantitatives, notamment à l'égard d'instruments dérivés, en vue de créer des produits d'investissement de haute technicité. Northwater a été constituée le 4 janvier 1989 sous la dénomination « Newcastle Capital Management Inc. », puis a fusionné avec des entités affiliées le 4 juillet 1994 et le 31 juillet 2001 pour créer Northwater. Au 30 juin 2005, Northwater gère des actifs totalisant environ 10,5 G\$, dont des actifs de 4,6 G\$ de fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, ce qui fait de Northwater, d'après celle-ci, le plus important fournisseur de sa catégorie au Canada et l'un des plus importants au monde. Northwater a des bureaux à Toronto et à New York.

Northwater s'occupe de gestion d'actifs au moyen d'instruments dérivés depuis 1989. Northwater a lancé son premier fonds de fonds de couverture en 1994, créant NewQuant Trust I, le premier véhicule de placement du genre au Canada selon Northwater. Le Northwater Market-Neutral Trust, lancé en 1997, est le premier instrument de placement coté en Bourse au Canada à investir dans un portefeuille diversifié constitué de fonds de couverture.

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

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

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.







