

NORTHWATER

**Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
30 septembre 2005
Information trimestrielle sur le portefeuille**





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
États non vérifiés de l'actif net et des résultats	5-6
État non vérifié des titres en portefeuille	7
Informations supplémentaires sur le portefeuille	10
Northwater Capital Management Inc.	13

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, et ce, par l'entremise d'un contrat d'achat et de vente à terme. Les parts de la Fiducie sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Pour le troisième trimestre de 2005, le rendement de la Fiducie s'est établi à -0,52 %. Pendant cette période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a progressé de 0,12 %, l'indice composé TSX, de 11,63 %, et l'indice S&P 500, de 3,60 %. 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 négative d'environ 1,42 % sur le rendement trimestriel de la Fiducie, les taux d'intérêt canadiens à 4 ans augmentant de 3,25 % à 3,70 % au cours du trimestre. L'exposition de la Fiducie à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché a contribué positivement au rendement d'ensemble.

Les grands marchés boursiers américains ont enregistré des gains honorables au troisième trimestre de 2005. Toutefois, les résultats robustes obtenus en juillet ont été partiellement contrebalancés par les rendements plus faibles en août et en septembre, la faculté de récupération des consommateurs américains ayant été affaiblie par les ravages causés par les ouragans, la hausse des prix de l'énergie et les préoccupations liées à l'emploi.

Les écarts de crédit entre les titres de première qualité sont restés largement inchangés, alors que ceux entre les valeurs spéculatives se sont rétrécis pendant le trimestre. Les acheteurs d'automobiles à crédit, qui avaient délaissé le marché y sont retournés pendant la période, après avoir digéré les mauvaises nouvelles relatives au crédit dans le secteur automobile au deuxième trimestre. La volatilité des écarts de crédit est demeurée faible au cours du trimestre.

L'approvisionnement, ébranlé par les ouragans Katrina et Rita, a accentué la volatilité des marchés du pétrole. Le prix du West Texas Intermediate (Midland) a fracassé tous les records, clôturant à 70,31 \$ le baril le 30 août 2005. Les prix du gaz naturel ont eux aussi monté en flèche en raison des tempêtes.

Le resserrement de la politique monétaire a renforcé le dollar américain, qui a légèrement gagné du terrain vis-à-vis du yen, de la livre sterling et de l'euro. L'incertitude politique qui a suivi l'élection en Allemagne a contribué à l'affaiblissement de l'euro par rapport au dollar. Le 21 juillet 2005, la Chine

a décroché sa monnaie de la parité avec le dollar américain en faveur d'une indexation sur un panier de devises, réévaluant le yuan de 2,1 % à la hausse.

Dans l'ensemble, le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché a affiché de faibles rendements au troisième trimestre. Les gains réalisés dans les stratégies d'arbitrage de financement structuré, d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion, d'arbitrage sur titres en difficulté et dans les fonds multistratégies ont été contrebalancés par les pertes subies par les fonds axés sur la valeur liée au secteur de l'énergie et sur l'arbitrage de réassurance.

Les ouragans Katrina et Rita ont eu un double effet négatif sur les portefeuilles de Northwater. Leur lourd bilan sur le plan économique a accentué les pertes pour les gestionnaires de fonds de réassurance du portefeuille. La flambée des prix de l'énergie qui a suivi a également entraîné une baisse importante pour l'un des gestionnaires de fonds de valeur liée au secteur de l'énergie.

Une part importante des bénéfices dégagés dans le cadre des stratégies d'arbitrage de financement structuré est directement liée aux taux variables; la hausse des taux d'intérêt, conjuguée à des pertes de crédit minimales, a contribué aux rendements vigoureux à cet égard. La stratégie d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et les stratégies événementielles connexes ont affiché des résultats vigoureux, favorisés principalement par une intensification de l'activité dans ce secteur en Europe en raison du grand nombre de regroupements et de restructurations. Si les nouvelles occasions de placement se sont faites rares dans le secteur des titres en difficulté, une exposition sélective à des titres de crédit opérationnel en difficulté s'est traduite par des rendements solides au cours du trimestre. Les fonds multistratégies s'en sont également bien tirés, confirmant leur rôle de source de capitaux opportuniste.

Au troisième trimestre de 2005, Northwater a continué de gérer activement ses portefeuilles de fonds de couverture. Plusieurs gestionnaires ont été retirés du portefeuille de fonds de couverture de Northwater, notamment ceux qui poursuivent des stratégies d'arbitrage sur titres convertibles, d'arbitrage sur la structure du capital et d'arbitrage sur titres à revenu fixe, par suite d'une baisse du rendement produit par ces stratégies. Il en va de même pour plusieurs gestionnaires multistratégies dont le retrait était justifié par un rendement ternes prolongé et une absence d'innovation en matière de placement. Un gestionnaire de fonds d'arbitrage sur titres en difficulté a été ajouté, et la conjoncture demeure, à notre avis, favorable à un accroissement des actifs attribués aux gestionnaires existants et nouveaux.

L'engagement de Northwater consiste toujours à favoriser les placements à rendement peu réactif au marché. Les changements que nous avons apportés à nos portefeuilles témoignent de notre détermination à repérer sur le marché des sources fiables de rendement de titres alpha.



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



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

Le 26 octobre 2005

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État de l'actif net
(en dollars canadiens)

	30 septembre 2005 (non vérifiés)
Actif	
Trésorerie	17 005 \$
Actions ordinaires – à la juste valeur (coût : 70 271 380 \$ en 2005)	70 392 757
Créances sur ventes d'actions ordinaires	1 798 782
Contrat à terme	<u>4 301 929</u>
	<u>76 510 473</u>
Passif	
Honoraires, droits de garde et autres frais	159 141
Frais de financement à terme à payer	214 141
Distribution à payer	<u>1 413 125</u>
	<u>1 786 407</u>
Actif net et capitaux propres	<u>74 724 066 \$</u>
Nombre de parts en circulation	<u>3 230 000</u>
Valeur liquidative par part	<u><u>23,13 \$</u></u>

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats
(en dollars canadiens)

	Période de neuf mois terminée le 30 septembre 2005 (non vérifiés)
Revenu de placement	
Intérêts	15 802 \$
	<u>15 802</u>
Charges	
Frais de service	184 095
Frais de financement à terme	653 867
Frais de gestion	92 767
Honoraires de vérification	32 106
Honoraires du comité consultatif	15 000
Honoraires du dépositaire	6 936
Frais juridiques	25 851
Frais des rapports aux porteurs de titres	73 644
Intérêt sur prêt et commission de garantie	13 564
Autres frais	2 196
	<u>1 100 026</u>
Perte nette de placement	<u>(1 084 224)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements	
Gain net réalisé (perte) sur les éléments suivants :	
Actions ordinaires	2 447 865
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée sur les éléments suivants :	
Actions ordinaires	(3 353 807)
Contrat à terme	<u>3 780 222</u>
Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour la période	<u>2 874 280</u>
Revenu net découlant des activités pour la période	1 790 056 \$
Revenu net découlant des activités par part pour la période*	<u>0,55 \$</u>

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État des titres en portefeuille¹⁾
 30 septembre 2005
 (en dollars canadiens)
 (non vérifiés)

Le tableau qui suit présente des renseignements sur les fonds de couverture auxquels la Fiducie a accès par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme, y compris la répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement, le nombre de fonds de couverture et la principale concentration d'avoirs des fonds de couverture par stratégie de placement, en pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie du 30 septembre 2005. Les fonds multistratégies peuvent investir en fonction de diverses stratégies de placement.

Stratégie	Répartition des actifs en fonction de la stratégie de placement des fonds de couverture 30 septembre 2005			Principale concentration d'avoirs détenus dans les fonds de couverture par stratégie de placement 30 septembre 2005
	Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur (en dollars américains)	Pourcentage	Pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	4	8 817 131 \$	10 %	6,04 %
Arbitrage sur la structure du capital	5	8 734 709	10 %	5,69 %
Arbitrage sur titres convertibles . .	2	4 653 649	5 %	2,37 %
Titres en difficulté	5	10 332 458	12 %	5,35 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1	764 382	1 %	1,19 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe . .	4	7 005 405	8 %	2,85 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	2	3 924 269	4 %	3,37 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	10 221 813	12 %	7,80 %
Multistratégies	11	22 717 408	26 %	7,85 %
Réassurance	2	3 129 688	4 %	2,32 %
Arbitrage statistique	1	779 704	1 %	1,21 %
Arbitrage de financement structuré	5	5 774 274	7 %	2,57 %
	<u>46</u>	<u>86 854 890 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>48,61 %</u>

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

Le tableau suivant présente, en ordre d'importance en fonction de leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture auxquels la Fiducie a accès par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme au 30 septembre 2005. La Fiducie divulguera les noms des fonds de couverture auxquels elle a accès et qui représentent plus de 5 % de l'actif net de la fiducie à la fin du trimestre. Pour le troisième trimestre, aucun fonds de couverture n'a représenté plus de 5 % de l'actif net de la Fiducie. En ce qui concerne les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net de la Fiducie, la Fiducie les identifie grâce à des numéros uniques. Ces numéros seront utilisés pour toute communication d'informations financières à l'avenir.

<u>25 principaux placements</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Pourcentage du portefeuille de placement</u>
D.E. Shaw Composite International Fund*	Parts de fiducie	7,85 %
New Ellington Overseas, Ltd.*	Actions participatives	7,80 %
Ellington Credit Fund, Ltd.*	Actions participatives	6,04 %
CQS Capital Structure Arbitrage Feeder Fund Limited *	Actions participatives	5,69 %
Satellite Overseas Fund, Ltd.*	Actions participatives	5,35 %
Fonds 169*	Actions participatives	4,49 %
Fonds 146*	Actions participatives	4,09 %
Fonds 125*	Actions participatives	4,01 %
Fonds 122*	Actions participatives	4,00 %
Fonds 160*	Actions participatives	3,92 %
Fonds 140*	Actions participatives	3,81 %
Fonds 172*	Actions participatives	3,74 %
Fonds 158*	Actions participatives	3,68 %
Fonds 184*	Actions participatives	3,46 %
Fonds 175*	Actions participatives	3,41 %
Fonds 109*	Actions participatives	3,40 %
Fonds 102*	Actions participatives	3,37 %
Fonds 130	Actions participatives	3,36 %
Fonds 121*	Actions participatives	3,31 %
Fonds 164*	Actions participatives	3,21 %
Fonds 189*	Actions participatives	2,97 %
Fonds 161	Actions participatives	2,95 %
Fonds 191*	Actions participatives	2,85 %
Fonds 181*	Actions participatives	2,72 %
Fonds 180*	Actions participatives	2,71 %

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

Au 30 septembre 2005, la Fiducie détenait également des avoirs dans les actions ordinaires des sociétés ci-dessous. La Fiducie ne court aucun risque économique de fait qu'elle détient ces titres, car elle a vendu à terme ces actions ordinaires à un prix établi en fonction du rendement d'un portefeuille de fonds de couverture.

<u>Placements en actions</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Pourcentage du portefeuille de placement</u>
RONA Inc.	Actions ordinaires	9,86 %
Western Oil Sands Inc.	Actions ordinaires	9,42 %
Alimentation Couche Tard Inc.	Actions ordinaires	9,17 %
Biovail Corp.	Actions ordinaires	8,49 %
Kinross Gold Corp.	Actions ordinaires	7,35 %
Precision Drilling Corp.	Actions ordinaires	7,19 %
Cognos Inc.	Actions ordinaires	6,20 %
Nortel Networks Corp.	Actions ordinaires	5,97 %
Canfor Corp.	Actions ordinaires	5,93 %
ATI Technologies Inc.	Actions ordinaires	4,83 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc.	Actions ordinaires	4,60 %
Research in Motion Ltd.	Actions ordinaires	4,23 %
Celestica Inc.	Actions ordinaires	3,99 %
Cott Corp.	Actions ordinaires	3,53 %
Open Text Corp.	Actions ordinaires	3,43 %

INFORMATIONS SUPPLÉMENTAIRES SUR LE PORTEFEUILLE

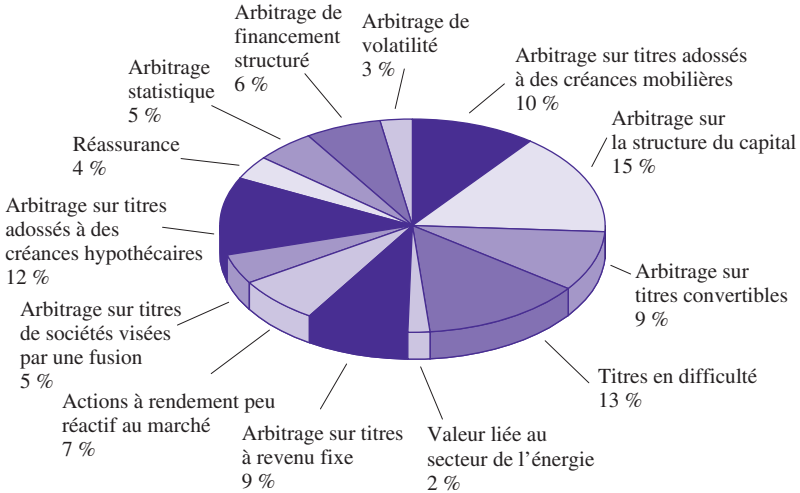
Portefeuille et activités de placement

La Fiducie a obtenu accès à un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture ») détenu dans Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée des îles Caïmans, par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») conclu avec une banque des États-Unis. Le portefeuille de fonds de couverture privilégie des secteurs des marchés financiers que Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») juge relativement peu rentables ou susceptibles de générer des rendements non corrélés. Le conseiller en placement est d'avis que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent de faire l'objet d'une analyse plus poussée.

Le portefeuille de fonds de couverture s'expose à des risques spéciaux du fait qu'elle investit dans des fonds de couverture à stratégies de placement non conventionnelles. Pour cette raison, le conseiller en placement cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture en choisissant parmi 13 stratégies de placement différentes. Les fonds de couverture de la Fiducie, qui sont établis dans des territoires étrangers, préparent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) américains ou internationaux.

Durant la période de neuf mois terminée le 30 septembre 2005, des placements ont été effectués dans sept nouveaux fonds de couverture (composés de deux fonds de financements structurés, de deux fonds multistratégies, d'un fonds de valeur relative dans le secteur de l'énergie, d'un fonds d'arbitrage sur la structure du capital et d'un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières) et il y a eu des rachats dans quatre fonds de couverture (composés de deux fonds de valeur relative dans le secteur de l'énergie, d'un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières et d'un fonds d'arbitrage sur obligations convertibles).

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 30 septembre 2005. Les fonds de couverture multistratégies sont répartis dans plus d'une catégorie, pour refléter les différentes stratégies utilisées. La pondération des différentes stratégies est dynamique et peut changer d'une période à l'autre.



Profil de risque du portefeuille de placement

Le tableau ci-dessous dresse, pour la période commençant à la date d'établissement de la Fiducie et pour la période de neuf mois terminée le 30 septembre 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 qu'elle détient.

Statistiques de la Fiducie

Nombre de rendements mensuels positifs	12
Nombre de rendements mensuels négatifs	3
Pourcentage des mois négatifs	20 %
Rendement moyen des mois négatifs	-0,84 %
Rendement mensuel le plus bas	-1,27 %

Depuis l'établissement de la Fiducie au 30 septembre 2005

Statistiques des fonds de couverture

Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	34
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	12
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,69 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,136

Période de neuf mois terminée le 30 septembre 2005

Notes:

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 30 septembre 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 septembre 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 septembre 2005, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

Rendement des fonds de couverture

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de fonds de couverture pour la période de neuf mois terminée le 30 septembre 2005.

<u>Stratégie</u>	<u>Période de neuf mois terminée le 30 septembre 2005</u>
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	8,33 %
Arbitrage sur la structure du capital	-0,39 %
Arbitrage sur titres convertibles	-3,21 %
Titres en difficulté	5,59 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	-13,13 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2,97 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	13,45 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	6,95 %
Multistratégies	6,13 %
Réassurance	-4,81 %
Arbitrage statistique	-2,55 %
Arbitrage de financement structuré	7,52 %

Distributions

Le tableau suivant présente l'historique des distributions versées par la Fiducie depuis la date d'établissement.

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

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

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

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

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

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Bay Wellington Tower
BCE Place, bureau 4700
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.
BCE Place, bureau 4700
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.
BCE Place, bureau 4700
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 Tétrault LLP
Toronto Dominion Bank Tower
Bureau 4700, boîte 48
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

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

**POUR DE PLUS AMPLES RENSEIGNEMENTS, 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.



