

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust

31 mars 2006

Information trimestrielle sur le portefeuille et mise à jour





TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
État de l'actif net et état des résultats non vérifiés	4-5
Sommaire du portefeuille de placements non vérifié	6
Renseignements supplémentaires sur le portefeuille	9
Northwater Capital Management Inc.	12

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 offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu sensible au marché et d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable, et ce, au moyen d'un contrat à terme de gré à gré. Les parts de la Fiducie sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Pour le premier trimestre de 2006, le rendement de la Fiducie s'est établi à 2,73 %. Parallèlement, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a reculé de 0,43 %, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 7,98 % et l'indice S&P 500, de 4,21 %. La Fiducie a effectué des distributions de 0,4375 \$ par part au cours du trimestre.

Le swap de taux d'intérêt fixe-variable a eu une incidence négative d'environ 0,72 % sur le rendement de la Fiducie, étant donné la hausse des taux d'intérêt canadiens à moyen terme. Le Federal Open Market Committee (« FOMC ») des États-Unis a poursuivi sa politique de resserrement monétaire au cours du premier trimestre, en augmentant à deux reprises le taux des fonds fédéraux pour le faire passer à 4,75 %. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont également connu une hausse au Canada et aux États-Unis. Le taux d'intérêt de référence des obligations du Trésor américain à 10 ans est passé de 4,40 % à 4,85 % et celui des obligations canadiennes à 10 ans a augmenté de 0,28 % pour s'établir à 4,26 %.

À l'échelle mondiale, les marchés des actions ont enregistré des gains sensibles au cours du premier trimestre, les investisseurs ayant fait peu de cas de la hausse des prix de l'énergie, en raison de l'annonce de bonnes nouvelles économiques et des solides bénéfices enregistrés par les sociétés. Les indicateurs économiques, dont le PIB et l'emploi, ont tous été très favorables durant le trimestre. Le prix des biens immobiliers a poursuivi son extraordinaire ascension, mais l'augmentation des prix a commencé à ralentir, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt.

Le marché des titres d'emprunt a été pour l'essentiel positif et stable durant le premier trimestre. Une vague d'émissions à rendement élevé découlant d'activités de prise de contrôle par emprunt a répondu à une demande équivalente ou supérieure de la part d'acheteurs de titres adossés à des créances avec flux groupés. Les sociétés ont présenté d'excellents bilans, les flux de trésorerie élevés et les dépenses en immobilisations modérées témoignant d'une certaine prudence.

Dans l'ensemble, le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu sensible au marché de la Fiducie a affiché un rendement élevé pour le premier trimestre. La quasi-totalité des fonds de couverture ont enregistré des gains pour le trimestre et ce, pour la plupart des stratégies.

La stratégie d'arbitrage sur titres convertibles a généré un rendement élevé durant le trimestre en raison de l'intérêt renouvelé des investisseurs et des flux de trésorerie élevés dans ce secteur. Les gestionnaires qui s'occupent des stratégies d'arbitrage sur actions à rendement peu sensible au marché et d'arbitrage statistique ont obtenu d'excellents résultats, grâce à une conjoncture favorable du marché des actions. Les gestionnaires responsables de la stratégie d'arbitrage sur titres en difficulté ont également obtenu de bons résultats, du fait que les positions en titres en difficulté liés au secteur de l'énergie et en titres de l'industrie aéronautique ont été plus élevées durant le trimestre.

Les titres adossés à des créances se sont relativement bien comportés pendant le trimestre, mais la conjoncture de ce marché est de plus en plus difficile en raison du resserrement des écarts et du nombre limité de titres adossés à des créances en difficulté. Le rendement des garanties sous-jacentes a été excellent, en raison de l'augmentation des prix de l'immobilier résidentiel et de la diminution du taux de chômage qui ont entraîné une forte augmentation du crédit à la consommation.

Au cours du premier trimestre, Northwater a continué à gérer activement le portefeuille de la Fiducie en y ajoutant, entre autres, deux fonds de stratégie d'arbitrage statistique et deux fonds de titres en difficulté. Northwater vise toujours l'amélioration du portefeuille de fonds de couverture en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en privilégiant les stratégies à rendement peu sensible au marché censées dégager de solides rendements corrigés du risque, conformément aux objectifs de placement.



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



PETER B. SCHENDEL, CFA
Vice-président
Northwater Capital Management Inc.

Le 16 mai 2006

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État de l'actif net
(en dollars canadiens)

	Au 31 mars 2006 (non vérifié)
Actif	
Encaisse et placements à court terme	3 797 547 \$
Actions ordinaires, à la juste valeur (coût : 62 249 831 \$)	<u>74 356 069</u>
	<u>78 153 616</u>
Passif	
Honoraires des vérificateurs, frais juridiques et droits de garde à payer	106 294
Frais de service à payer	57 017
Frais de gestion à payer	28 295
Distribution à verser	1 342 031
Emprunt bancaire	1 500 000
Perte non réalisée sur contrat à terme	<u>5 644 364</u>
	<u>8 678 001</u>
Actif net et capitaux propres	<u>69 475 615 \$</u>
Nombre de parts en circulation	<u>3 067 500</u>
Valeur liquidative par part	<u>22,65 \$</u>

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État des résultats
(en dollars canadiens)

**Trimestre
terminé le
31 mars 2006
(non vérifié)**

Revenu de placement

Intérêts	2 578 \$
	<u>2 578</u>

Charges

Frais de service	55 769
Frais de financement de contrats à terme	195 721
Frais de gestion	28 241
Honoraires des vérificateurs	11 101
Jetons de présence des administrateurs	5 350
Droits de garde	1 883
Frais juridiques	9 458
Frais d'information aux porteurs de titres	(36 789)
Intérêts sur prêt et commissions d'attente	9 738
Autres charges	5 199
	<u>285 671</u>

Perte nette de placement (283 093)

Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements

Gain net réalisé sur les éléments suivants :

Actions ordinaires	370 751
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des éléments suivants :	
Actions ordinaires	10 832 729
Contrat à terme	(9 130 073)

Gain réalisé et non réalisé sur les placements pour la période 2 073 407

Revenu net lié aux activités pour la période 1 790 314 \$

Revenu net lié aux activités par part pour la période* 0,58 \$

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Sommaire du portefeuille de placements¹⁾

Au 31 mars 2006

(en dollars canadiens)

(non vérifié)

Le tableau suivant présente des renseignements relatifs aux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi au moyen d'une convention de rachat à terme, y compris la répartition de l'actif par stratégie de placement, le nombre de fonds de couverture par stratégie de placement ainsi que l'avoir le plus important par stratégie de placement en pourcentage de la valeur liquidative totale de la Fiducie au 31 mars 2006. Les fonds multistratégie peuvent utiliser diverses stratégies de placement.

Stratégie	Répartition de l'actif selon la stratégie de placement des fonds de couverture au 31 mars 2006			Avoir le plus important par stratégie de placement au 31 mars 2006
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur (en dollars américains)	Pourcentage	Pourcentage de la valeur liquidative de la Fiducie
Engagée	1	2 157 961 \$	3 %	3,62 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5	10 856 105	13 %	6,77 %
Arbitrage sur la structure du capital	2	3 462 050	4 %	3,89 %
Arbitrage sur obligations convertibles	2	1 529 256	2 %	2,25 %
Titres de sociétés en difficulté ..	6	8 966 266	11 %	4,74 %
Valeur relative liée au secteur de l'énergie	2	1 658 970	2 %	1,69 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	4 575 089	5 %	4,43 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1	1 961 444	2 %	3,29 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires ..	4	11 944 420	14 %	8,74 %
Multistratégie	10	22 561 361	27 %	9,08 %
Réassurance	2	2 825 285	3 %	3,40 %
Arbitrage statistique	2	2 146 468	2 %	1,80 %
Financement structuré	8	9 742 792	12 %	3,09 %
	<u>47</u>	<u>84 387 467 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>56,79 %</u>

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi au moyen d'une convention de rachat à terme, au 31 mars 2006. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture dans lesquels elle a investi et qui représentent plus de 5 % de la valeur liquidative à la fin du trimestre. En ce qui concerne les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de la valeur liquidative, la Fiducie les identifie par des numéros uniques. Ces numéros seront utilisés dans toutes les communications d'informations financières à venir.

<u>25 principaux placements</u>	<u>Type de placement</u>	<u>Pourcentage de la valeur liquidative</u>
D.E. Shaw Composite International Fund* . . .	Parts de fiducie	9,08 %
New Ellington Overseas, Ltd.*	Actions participatives	8,74 %
New Ellington Credit Fund Ltd.*	Actions participatives	6,78 %
DPFMG Multi Limited*	Actions participatives	5,13 %
Fonds 101*	Actions participatives	4,75 %
Fonds 146*	Actions participatives	4,67 %
Fonds 169*	Actions participatives	4,63 %
Fonds 140*	Actions participatives	4,44 %
Fonds 103*	Actions participatives	4,42 %
Fonds 130*	Actions participatives	4,09 %
Fonds 109*	Actions participatives	3,97 %
Fonds 170*	Actions participatives	3,89 %
Fonds 183*	Actions participatives	3,84 %
Fonds 121*	Actions participatives	3,79 %
Fonds 184*	Actions participatives	3,76 %
Fonds 200*	Actions participatives	3,75 %
Fonds 209*	Actions participatives	3,63 %
Fonds 190*	Actions participatives	3,57 %
Fonds 158*	Actions participatives	3,41 %
Fonds 189*	Actions participatives	3,34 %
Fonds 181*	Actions participatives	3,30 %
Fonds 191*	Actions participatives	3,25 %
Fonds 108*	Actions participatives	3,09 %
Fonds 116*	Actions participatives	2,89 %
Fonds 205*	Actions participatives	2,63 %

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

La Fiducie détenait aussi les actions ordinaires suivantes au 31 mars 2006. La Fiducie ne court aucun risque économique du fait qu'elle détient ces titres, car elle les a vendus à terme 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 de la valeur liquidative</u>
Western Oil Sands Inc., cat. A	Actions ordinaires	11,91 %
Kinross Gold Corp.	Actions ordinaires	11,27 %
Glamis Gold Ltd.	Actions ordinaires	9,98 %
Martinrea International Inc.	Actions ordinaires	9,90 %
Forzani Group Ltd.	Actions ordinaires	9,87 %
Bombardier Inc., B	Actions ordinaires	8,70 %
Lionore Mining Intl Ltd.	Actions ordinaires	7,31 %
Cognos Inc.	Actions ordinaires	6,73 %
ATI Technologies Inc.	Actions ordinaires	6,47 %
Research In Motion Ltd.	Actions ordinaires	5,68 %
Angiotech Pharmaceuticals Inc.	Actions ordinaires	5,26 %
RONA Inc.	Actions ordinaires	5,05 %
Canfor Corporation	Actions ordinaires	4,69 %
Nortel Networks Corp.	Actions ordinaires	4,20 %

1) Le sommaire du portefeuille de placements 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 dans lesquels la Fiducie a investi. Une liste à jour des avoirs est publiée trimestriellement.

RENSEIGNEMENTS SUPPLÉMENTAIRES SUR LE PORTEFEUILLE

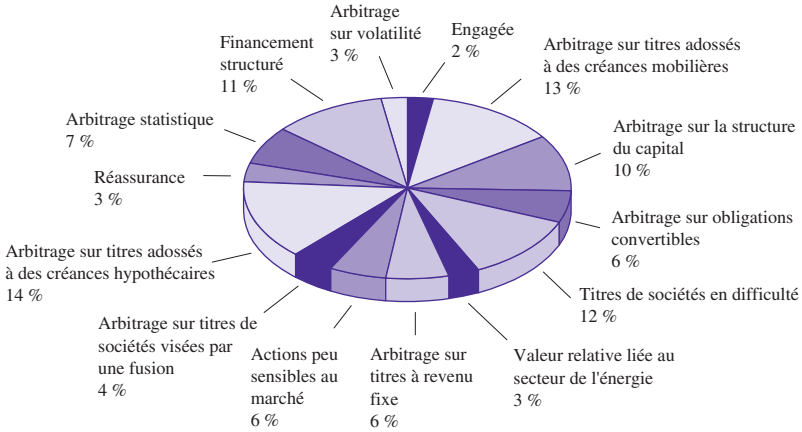
Portefeuille et activités de placement

La Fiducie a investi dans un portefeuille de fonds de couverture à rendement peu sensible au marché (le « portefeuille de fonds de couverture ») détenu par Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée établie sous le régime des lois des îles Caïmans, au moyen d'une convention de rachat à terme (le « contrat à terme ») conclue avec une banque des États-Unis. Le portefeuille de fonds de couverture mise surtout sur les secteurs des marchés financiers que Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement ») juge relativement inefficaces ou susceptibles de dégager des rendements non corrélés. Le conseiller en placement estime que ces secteurs offrent des possibilités d'arbitrage, de valeur relative ou de rendement absolu et méritent une analyse approfondie.

Le portefeuille de fonds de couverture comporte des placements dans des fonds de couverture gérés selon des stratégies de placement non traditionnelles et, de ce fait, est exposé aux risques propres à ce type de stratégies de placement. C'est pourquoi, le conseiller en placement cherche à diversifier le portefeuille de fonds de couverture entre 14 grandes stratégies de placement. Les fonds de couverture dans lesquels la Fiducie a investi sont établis dans des territoires offshore et dressent des états financiers annuels vérifiés selon les principes comptables généralement reconnus (PCGR) des États-Unis ou selon les normes comptables internationales.

Au cours du trimestre terminé le 31 mars 2006, le Fonds a investi dans sept nouveaux fonds de couverture (un fonds de financement structuré, deux fonds d'arbitrage statistique, deux fonds de titres de sociétés en difficulté, un fonds de valeur relative liée au secteur de l'énergie et un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières), et demandé le rachat de ses parts auprès de cinq fonds de couverture (trois fonds d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds de titres de sociétés en difficulté et un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion).

Le graphique ci-dessous illustre la répartition des fonds de couverture selon la stratégie de placement au 31 mars 2006. Les fonds de couverture multistratégie sont répartis entre diverses catégories, de manière à refléter les différentes stratégies utilisées. La pondération par stratégie est dynamique et varie d'une période à l'autre.



Caractéristiques de risque du portefeuille de placements

Le tableau qui suit présente, des données sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et de son exposition au portefeuille de fonds de couverture depuis l'établissement et pour le trimestre terminé le 31 mars 2006.

Statistiques sur la Fiducie

Nombre de rendements mensuels positifs	16
Nombre de rendements mensuels négatifs	5
Pourcentage de mois négatifs	23,8 %
Rendement moyen des mois négatifs	-0,86 %
Rendement mensuel le plus bas	-1,56 %

Depuis
l'établissement
jusqu'au
31 mars 2006

Statistiques sur les fonds de couverture

Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	41
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	6
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,49 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ³⁾	0,127

Trimestre
terminé le
31 mars 2006

Notes :

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 mars 2006.

- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 mars 2006, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période de moins de 24 mois.
- 3) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture au 31 mars 2006, à l'exclusion des fonds de couverture dont le rendement historique s'étend sur une période de moins de 24 mois.

Rendement des fonds de couverture

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie de placement du portefeuille de fonds de couverture détenu par la Fiducie pour le trimestre terminé le 31 mars 2006.

<u>Stratégie</u>	Trimestre terminé le 31 mars 2006
Engagée	4,06 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	2,85 %
Arbitrage sur la structure du capital	2,44 %
Arbitrage sur obligations convertibles	4,18 %
Titres de sociétés en difficulté	2,91 %
Valeur relative liée au secteur de l'énergie	-0,36 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	3,70 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	8,01 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	2,23 %
Multi-stratégie	8,64 %
Réassurance	0,03 %
Arbitrage statistique	7,32 %
Financement structuré	3,20 %

Distributions

Le tableau qui suit présente l'historique des distributions de la Fiducie depuis son établissement.

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de versement des distributions</u>	<u>Nature de la distribution 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 2006	À déterminer	0,4375 \$

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

Mettant à profit son savoir-faire dans la constitution de portefeuilles peu sensibles au marché dont l'objectif est de dégager des rendements constants dans des conjonctures normales et extrêmes, Northwater tente d'offrir une source fiable de valeur ajoutée alpha pouvant être adaptée au niveau de risque que les investisseurs actifs sont prêts à prendre en fonction de leur budget. De plus, la capacité d'indexation qui fait la force de Northwater donne aux investisseurs accès aux marchés internationaux d'actions et de titres à revenu fixe, de manière à constituer un portefeuille unique offrant un excellent rapport actif-passif. La technologie éprouvée de Northwater en matière de structuration combine ensuite ces deux composantes pour créer un cadre alpha portable en vue d'atteindre les objectifs risque-rendement des investisseurs 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, qui atteint un total d'environ 10,9 G\$ CA, dont 4,5 G\$ CA étaient investis dans des fonds de couverture au 31 décembre 2005. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater a toujours mis l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture de son fonds à rendement peu réactif au marché.

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

En 1997, Northwater a lancé le Northwater Market-Neutral Trust, premier instrument de placement de ce type négocié en Bourse au Canada, afin d'investir dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu sensibles au marché. Northwater offre également des conseils à Northwater Five-Year Market-Neutral Trust et à Northwater Top 75 Income Trusts^{Plus}, deux instruments de placement également négociés en Bourse.

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE 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
Adresse électronique : 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
Adresse électronique : mpt@northwatercapital.com

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault s.r.l.
Bureau 4700, C. P. 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

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

**POUR PLUS DE RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER
AVEC :**

Mohamed Khaki ou Stephen Foote

Téléphone : (416) 360-5435

Télécopieur : (416) 360-0671

Adresse électronique : 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



