

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
Rapport consolidé du semestre terminé le 30 juin 2006
(non vérifié)





HISTORIQUE

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers consolidés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

Message du conseiller en placement aux porteurs de parts	2
Rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie	4
Responsabilité de la direction	23
États financiers consolidés non vérifiés	24
Northwater Capital Management Inc.	42

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe dont les parts sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN, qui offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable, au moyen d'un contrat à terme. Au 30 juin 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'établissait à 22,23 \$, soit une hausse de 2,71 % sur le semestre. Pendant la même période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a reculé de 1,45 %, l'indice composé S&P/TSX a augmenté de 4,19 % et l'indice S&P 500 a progressé de 2,71 % en dollars américains, ce qui correspond à une perte de 2,22 % en dollars canadiens, étant donné la dépréciation du billet vert. La Fiducie a effectué des distributions de 0,875 \$ par part au cours du semestre.

Les banques centrales du monde entier ont augmenté leurs taux au cours du premier semestre de 2006 en réaction aux pressions inflationnistes et à la forte croissance économique. Le taux directeur de la Banque du Canada a augmenté de 1,00 % à 4,50 % au cours du semestre. Les investisseurs ont réagi à ce resserrement en évitant le risque en mai et en juin, particulièrement en ce qui concerne les actions mondiales. La vague de vente a touché avec plus d'acuité les marchés émergents, le Japon et les pays nordiques.

Le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché géré par Northwater, et auquel la Fiducie est exposée, a affiché un bon rendement pour le semestre. La volatilité des cours constatée ce semestre, par opposition à la stabilité relative qui a prévalu en 2004 et en 2005, a été favorable à de nombreuses stratégies de fonds de couverture. Bon nombre de stratégies ont obtenu de bons résultats au cours du semestre écoulé, notamment notre toute nouvelle stratégie engagée.

Les gestionnaires de fonds d'arbitrage sur titres en difficulté ont encore généré d'excellents résultats, et le rendement des fonds d'arbitrage sur titres convertibles est en reprise. La stratégie fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie éprouve encore des difficultés, mais nous croyons qu'elle fera mieux au deuxième semestre.

Les écarts de taux se sont resserrés dans bon nombre de marchés de titres adossés à des créances mobilières, mais, parallèlement, les fondamentaux se sont détériorés, notamment en ce qui concerne le crédit hypothécaire. Nous profitons de cette situation pour réduire la pondération de cette stratégie qui a donné d'excellents résultats durant cinq ans. Nous avons, en revanche, augmenté

la pondération des stratégies telles que l'arbitrage statistique et l'arbitrage sur titres à revenu fixe, car nous sommes optimistes quant à la volatilité des prochaines années.

Northwater recherche continuellement de nouveaux fonds dans des secteurs non traditionnels de l'univers des fonds de couverture ainsi que des gestionnaires dont les résultats et les compétences dans les fonds engagés et les fonds à stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie sont confirmés.

Durant le semestre, Northwater a continué à gérer activement le portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Ainsi, six fonds ont été retirés en raison d'une baisse de rendement des stratégies et de l'inefficacité de leur mise en oeuvre et sept nouveaux fonds ont été ajoutés aux stratégies qui sont largement représentées dans le portefeuille. Northwater s'efforce constamment d'améliorer le portefeuille de fonds de couverture en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui, conformément aux objectifs de placement, appliquent des stratégies à rendement peu réactif au marché, censées dégager des rendements élevés corrigés du risque.



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



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

Le 23 août 2006

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DE LA FIDUCIE

Le présent rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers consolidés complets de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers consolidés de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006 est annexé à ce rapport à titre d'information.

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

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

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle norme comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les comptes de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund, société exonérée des îles Caïmans (le « Fonds »), sont présentés dans les états financiers consolidés de la Fiducie. Bien que la Fiducie ne détienne aucune participation dans le Fonds, elle est exposée à la plupart des risques et des avantages économiques rattachés à celui-ci par l'intermédiaire d'un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme »). Une analyse plus approfondie du contrat à terme est présentée ci-après à la rubrique intitulée « Stratégies de placement ».

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

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») sont les suivants :

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

Stratégies de placement

La Fiducie a investi le produit net de son placement dans un portefeuille d'actions ordinaires de sociétés ouvertes canadiennes (le « portefeuille d'actions ordinaires »). Elle a également conclu un contrat d'achat et de vente à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») ayant une notation à long terme de « AA- ». Le contrat à terme permet à la Fiducie de bénéficier du rendement du Fonds, société exonérée établie en vertu des lois des îles Caïmans et conseillée par le conseiller en placement, en échange du rendement du portefeuille d'actions ordinaires. Conformément au contrat à terme, le portefeuille d'actions ordinaires a été cédé en garantie au cocontractant. La valeur de la Fiducie n'est pas touchée par la variation de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires puisque les gains et les pertes sont neutralisés grâce au contrat à terme. Le rendement de la Fiducie est établi d'après son exposition au Fonds, au moyen du contrat à terme.

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle norme comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les états financiers consolidés ne tiennent pas compte du contrat à

terme, mais ils rendent compte de son incidence financière à travers la consolidation du Fonds.

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 équivaut à environ 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2006 s'établissait à 141 % (144 % au 31 décembre 2005). Pour établir la composition du portefeuille de fonds de couverture, le conseiller en placement utilise des stratégies qui ont une faible corrélation entre elles, ce qui permet d'accroître les avantages de la diversification et de réduire la volatilité attendue. Bien que rien ne garantisse que la Fiducie obtiendra un rendement élevé corrigé du risque, le conseiller en placement est d'avis que l'exposition de la Fiducie au Fonds, qui détient un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché, devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement de la Fiducie et ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le levier intégré au contrat à terme accroît cependant 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 est aussi exposée aux swaps de taux d'intérêt (les « swaps ») conclus par le Fonds. La Fiducie devrait obtenir un taux fixe pondéré de 4,30 % pendant la durée de son existence, auquel s'ajoutent les rendements supérieurs aux taux du marché monétaire qu'elle réalisera du fait de son exposition au portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. La Fiducie est exposée aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 1,9 %.

Processus de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie font l'objet d'un processus de gestion des placements appliqué par le conseiller en placement. La Fiducie s'appuie par conséquent sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement, qui dispose d'une équipe de professionnels chargée de la recherche ainsi que de l'analyse et de la surveillance des placements détenus par la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture. Le conseiller en placement effectue toutes ses recherches lui-même et possède ses propres logiciels de négociation et de gestion et d'évaluation du risque.

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

1. L'établissement d'un ensemble de principes de placement qui sert de cadre au repérage des stratégies peu réactives au marché appropriées et des gestionnaires qui appliquent ces stratégies. Ces principes ont évolué et continuent d'évoluer à mesure que le conseiller en placement acquiert de l'expérience dans les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché et dans la gestion de stratégies complexes visant des instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie nécessaire à la gestion de stratégies complexes sur les fonds de fonds de couverture peu réactifs au marché et sur d'autres instruments dérivés. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels aux fonds de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché de haut niveau.
3. Une recherche progressive, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché conformes aux principes de placement du conseiller en placement et aux critères du portefeuille de fonds de couverture quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes de placement et aux objectifs du portefeuille de fonds de couverture.
5. L'utilisation de méthodes quantitatives spécifiques qui font partie intégrante du processus de placement du conseiller en placement, notamment un examen sélectif des placements portant sur leur compatibilité et leur adaptabilité, leur faible réactivité au marché et leur conformité avec le portefeuille. Différentes techniques de montage de portefeuille sont utilisées, notamment l'optimisation mathématique, le contrôle des processus statistiques et les analyses de facteurs.

6. Une évaluation qualitative continue des gestionnaires de fonds de couverture actuels et éventuels, comportant notamment des entrevues menées sur place, des examens mensuels des portefeuilles et diverses références du milieu. Ce processus vise à bien comprendre la stratégie de placement du gestionnaire et ses méthodes de gestion des risques. Le conseiller en placement cherche également à évaluer la solidité de l'avantage concurrentiel du gestionnaire, son équipe de professionnels en placement et son plan d'affaires.
7. Le montage d'un portefeuille modèle diversifié grâce à 14 stratégies peu réactives au marché. Il s'agit d'un processus dynamique.
8. Un contrôle préalable rigoureux qui doit être réalisé avant que le conseiller en placement ne recommande un placement. Ce processus comprend des entrevues menées sur place par des professionnels du conseiller en placement, un rapport de contrôle préalable complet sur la stratégie et l'exploitation, un examen juridique de tous les documents d'offre, une analyse des états financiers du fonds de couverture, une évaluation des honoraires exigés par le gestionnaire du fonds de couverture et un examen des frais d'administration et des autres frais liés aux placements. Le suivi et le contrôle préalable rigoureux se poursuivent après l'ajout d'un fonds au portefeuille de fonds de couverture. Ce processus comprend des entretiens périodiques avec le gestionnaire, de multiples entrevues menées sur place chaque année, des évaluations quantitatives et qualitatives continues et une justification mensuelle du rôle du fonds de couverture dans le portefeuille modèle du conseiller en placement.

En outre, le conseiller en placement offre des services de gestion de portefeuille et de conseil à d'autres clients que la Fiducie et le Fonds. Les portefeuilles des clients qui partagent des objectifs de placement semblables sont habituellement gérés de la même façon. Les décisions relatives à la répartition de l'actif sont prises en fonction des directives et des restrictions formulées par les clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis entre les portefeuilles des clients selon la méthode que le conseiller en placement juge équitable dans les circonstances.

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

Au 30 juin 2006, le levier financier de la Fiducie était de 1,35 % (0,85 % au 31 décembre 2005).

Risques

Les tableaux qui suivent présentent de l'information sur les éléments du profil de risque de la Fiducie et son exposition au portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les périodes allant de l'établissement de la Fiducie jusqu'aux 30 juin 2006 et 2005 ainsi que pour les semestres terminés à ces dates, selon les critères que le gérant juge pertinents.

Statistiques de la Fiducie	Depuis l'établissement de la Fiducie jusqu'au 30 juin 2006	Depuis l'établissement de la Fiducie jusqu'au 30 juin 2005
	Nombre de rendements mensuels positifs	20
Nombre de rendements mensuels négatifs	4	2
Pourcentage des mois négatifs	16,7 %	16,7 %
Rendement moyen des mois négatifs	-0,50 %	-0,63 %
Rendement mensuel le plus bas	-1,07 %	-1,07 %

Statistiques des fonds de couverture	Semestres terminés les 30 juin	
	2006	2005
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾	42	35
Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾	4	13
Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾	3,92 %	3,52 %
Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²⁾	0,12	0,16

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture du Fonds au 30 juin 2006 et au 30 juin 2005.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 mois terminés les 30 juin 2006 et 2005 sur les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture, à l'exclusion de ceux dont le rendement historique s'étend sur une période inférieure à 24 mois.

Aucune modification importante ayant une incidence sur le niveau de risque global inhérent aux placements dans le Fonds n'a été effectuée au cours du semestre terminé le 30 juin 2006. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus de la Fiducie. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a affiché un rendement de 2,71 % (2,87 % pour le semestre terminé le 30 juin 2005), compte tenu des

distributions effectuées au cours du semestre. Les distributions du semestre ont totalisé 2 650 550 \$, soit 0,875 \$ par part.

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, le Fonds, auquel la Fiducie est exposé à travers le contrat à terme, a effectué des placements dans sept nouveaux fonds de couverture (soit deux fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, deux fonds d'arbitrage statistique, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières et un fonds d'arbitrage de financement structuré) et a demandé le rachat de ses parts auprès de six fonds de couverture (soit trois fonds d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et un fonds multistratégies). Les fonds multistratégies et les fonds d'arbitrage statistique sont ceux qui ont le plus contribué aux résultats pendant le semestre, tandis que la stratégie d'arbitrage de réassurance et la stratégie de valeur liée au secteur de l'énergie ont obtenu les résultats les plus faibles.

Le swap de taux d'intérêt a eu une incidence négative sur le rendement du Fonds pour le semestre terminé le 30 juin 2006 (incidence positive pour le semestre terminé le 30 juin 2005). La valeur de marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a diminué de 1 130 655 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2006 (augmentation de 1 029 098 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2005), en raison d'une hausse des taux d'intérêt à moyen terme.

Le tableau qui suit présente le rendement par stratégie du portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds pour les semestres terminés les 30 juin 2006 et 2005.

Stratégie	Semestres terminés les 30 juin	
	2006	2005
Engagée	8,54 %	—
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	6,18 %	6,03 %
Arbitrage sur la structure du capital	2,94 %	-3,06 %
Arbitrage sur titres convertibles	5,23 %	-5,82 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6,73 %	2,64 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	2,66 %	-5,12 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	5,56 %	1,94 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	4,19 %	5,35 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	5,10 %	5,60 %
Multistratégies	9,09 %	2,49 %
Arbitrage de réassurance	1,99 %	4,21 %
Arbitrage statistique	10,30 %	-1,48 %
Arbitrage de financement structuré	5,73 %	4,88 %

Au 30 juin 2006, la Fiducie avait contracté des emprunts totalisant 896 844 \$ par l'entremise d'une facilité de crédit renouvelable souscrite auprès d'une institution financière canadienne. Au 30 juin 2006, le levier financier s'établissait à 1,35 %. La Fiducie a affecté l'emprunt au financement de ses besoins opérationnels à court terme.

La Fiducie a dû racheter 155 300 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation, étant donné que les parts de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006 se négociaient à un montant inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part (aucun rachat pour le semestre terminé le 30 juin 2005). Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,35 % (aucune contribution pour le semestre terminé le 30 juin 2005).

Opérations entre apparentés

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

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de gestion et de service se sont établis à 51 872 \$ et à 101 988 \$, respectivement. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2006 s'établissaient à 25 567 \$ et à 51 045 \$, respectivement.

Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») verse également au conseiller en placement des honoraires de conseil correspondant à 1,15 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés et comptabilisés mensuellement et payés tous les mois à terme échu. Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de conseil se sont élevés à 567 543 \$ (502 144 \$ US), et les frais de conseil à payer au 30 juin 2006 s'établissaient à 183 105 \$ (164 648 \$ US).

La Fiducie paie au gérant des frais de service qui correspondent à 0,30 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ces frais 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.

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider à comprendre ses résultats financiers consolidés pour le semestre terminé le 30 juin 2006, l'exercice terminé le 31 décembre 2005 et la période allant du 30 juin 2004 au 31 décembre 2004. Les informations pour 2004, 2005 et 2006 sont tirées des états financiers annuels non-vérifiés de la Fiducie.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Exercices terminés les 31 décembre	
		2005	2004
Valeur liquidative au début			
de la période	22,47 \$	23,89 \$	23,75 \$
Augmentation (diminution) liée aux activités :			
Total des revenus	0,10	—	0,05
Total des charges	(0,43)	(0,46)	(0,22)
Gains réalisés (pertes) sur les placements			
pour la période	0,13	0,52	—
Gains non réalisés (pertes) sur les placements			
pour la période	0,76	0,24	1,52
Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾	0,56	0,30	1,35
Distributions :			
Revenu de placement (sauf les dividendes)	—	—	—
Gains en capital	—	—	—
Remboursement de capital	—	1,75	0,875
Distributions annuelles totales ²⁾	0,875	1,75	0,875
Valeur liquidative à la fin de la période	22,23 \$	22,47 \$	23,89 \$

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

Ratios et données supplémentaires

	Semestre terminé le 30 juin 2006	Exercices terminés les 31 décembre	
		2005	2004
Actif net (en milliers de dollars) ¹⁾	66 474 \$	70 702 \$	77 173 \$
Nombre de parts en circulation ¹⁾	2 990 900	3 146 200	3 230 000
Ratio des frais de gestion ²⁾	11,56 %	11,75 %	18,02 %
Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge	11,56 %	11,75 %	18,02 %
Taux de rotation du portefeuille ³⁾	7,84 %	62,33 %	—
Ratio des frais d'opérations ⁴⁾	0,02 %	0,00 %	0,02 %
Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins du rachat des titres à la fin de la période	22,23 \$	20,50 \$	26,40 \$

1) Données à la fin des périodes indiquées.

2) Le ratio des frais de gestion est établi d'après le total des charges de la période indiquée et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne de fin de mois au cours de la période. Noter que le ratio des frais de gestion comprend non seulement les charges de la Fiducie et du Fonds, mais aussi celles auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») ainsi que les charges du Fonds incluses dans les ratios ci-dessus pour la période terminée le 31 décembre 2004, l'exercice terminé le 31 décembre 2005 et le semestre terminé le 30 juin 2006 ont accru le ratio des frais de gestion de la Fiducie de 9,66 %, de 9,80 % et de 9,80 %, respectivement.

Le ratio des frais de gestion annualisé a été calculé au moyen du total des charges des fonds de couverture sous-jacents dans lesquels le Fonds a investi, selon leurs états financiers annuels vérifiés de l'exercice terminé le 31 décembre 2004. Le gérant reçoit à mesure les états financiers vérifiés de l'exercice 2005 et tiendra compte des charges des fonds sous-jacents pour cet exercice une fois qu'il aura reçu toute l'information nécessaire. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre 2004 ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds au 31 décembre 2004. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'un exercice à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement et le rendement des gestionnaires. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ces fonds de couverture sous-jacents pour la période en cours.

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

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

- 4) Le ratio des frais d'opérations représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Frais de gestion et autres frais

La Fiducie a payé au gérant des frais de conseil et de service de 57 872 \$ et de 101 988 \$, respectivement, pour le semestre terminé le 30 juin 2006. Ces honoraires correspondent à 0,15 % par an de la valeur de l'actif net de la Fiducie et sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois. Les frais de service correspondent à 0,30 % par an de la valeur de l'actif net de la Fiducie à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Les frais de service ont été payés par le gérant aux courtiers en valeurs inscrits.

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

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

La Fiducie paie au cocontractant du contrat à terme des frais d'opération à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et à 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens, plus le coût du levier qui peut varier selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ces frais sont calculés et payés trimestriellement à terme échu.

Le Fonds verse aussi au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,15 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement, à terme échu.

Rendement passé

Information d'ordre général

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

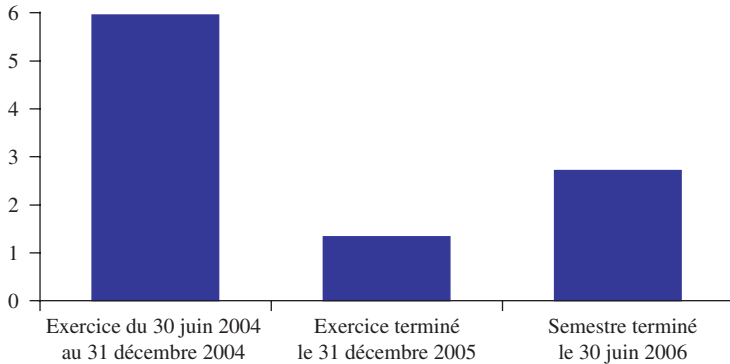
- a) L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres titres de la Fiducie;

- b) L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente et de distribution qui auraient réduit le rendement;
- c) Le rendement passé de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

Rendement annuel

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

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



Rendements annuels composés

Le tableau suivant présente une comparaison du rendement annuel composé historique de la Fiducie pour les périodes indiquées avec le rendement de divers indices boursiers.

	<u>Depuis l'établissement*</u>	<u>Exercice précédent</u>	<u>Semestre précédent</u>
Northwater Five-Year			
Market-Neutral Trust	5,02 %	1,34 %	2,71 %
Indice composé S&P/TSX	18,84 %	24,13 %	4,19 %
Indice des bons du Trésor à 91 jours			
Scotia Capitaux	2,75 %	2,58 %	1,79 %
Indice obligataire universel			
Scotia Capitaux	5,47 %	6,46 %	-1,45 %

* La Fiducie a été établie le 30 juin 2004.

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

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

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

Sommaire du portefeuille de placements¹

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

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

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, le Fonds a effectué des placements dans sept nouveaux fonds de couverture (soit deux fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, deux fonds d'arbitrage statistique, un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie, un fonds d'arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières et un fonds d'arbitrage de financement structuré) et a demandé le rachat de ses parts dans six fonds de couverture (soit trois fonds d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds d'arbitrage sur titres en difficulté, un fonds d'arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion et un fonds multistratégies). (Au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2005, la Fiducie a effectué des placements dans dix nouveaux fonds de couverture et elle a demandé le rachat de ses parts dans huit fonds de couverture.)

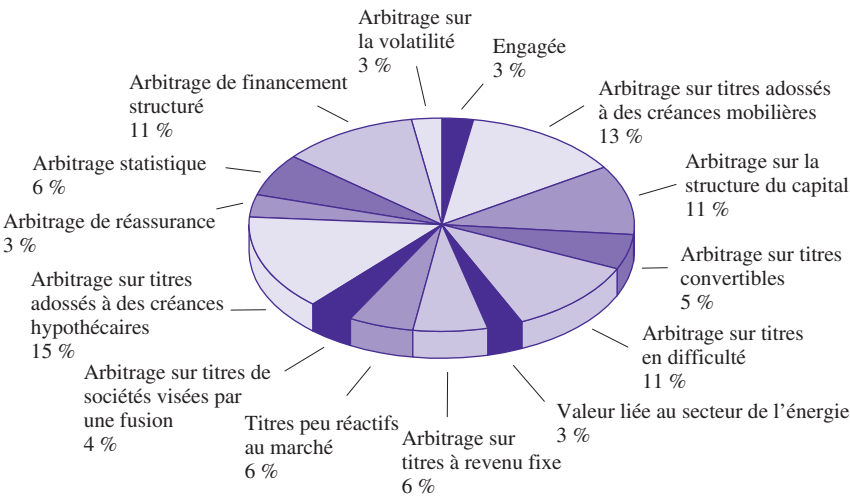
Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

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

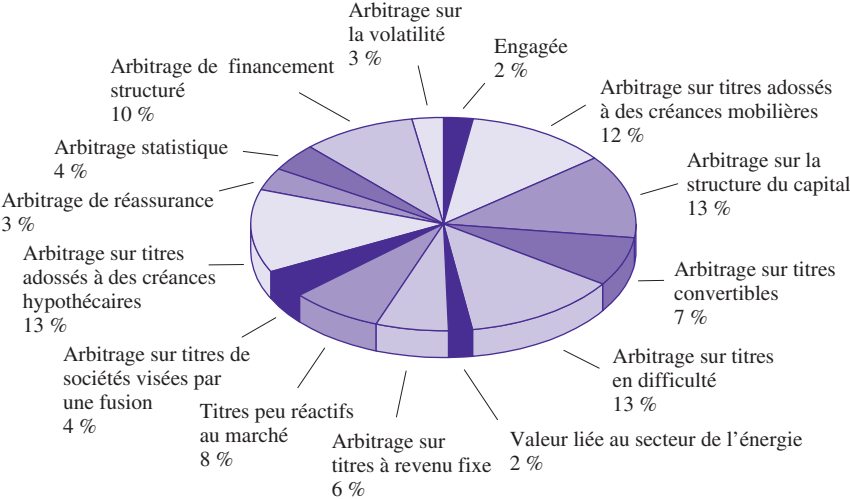
Stratégie	30 juin 2006			31 décembre 2005		
	Nombre de fonds de couverture	Juste valeur (en dollars américains)		Nombre de fonds de couverture	Juste Valeur (en dollars américains)	
Engagée	1	2 250 881 \$	3 %	1	2 073 720 \$	3 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	5	11 207 712	13 %	4	9 565 142	12 %
Arbitrage sur la structure du capital	2	3 478 854	4 %	5	6 698 173	8 %
Arbitrage sur titres convertibles	2	1 450 172	2 %	2	3 047 662	4 %
Arbitrage sur titres en difficulté	6	8 822 691	10 %	5	9 200 942	11 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	2	1 608 763	2 %	1	797 457	1 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	2	4 657 107	6 %	2	4 411 745	5 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	1	1 892 145	2 %	2	4 100 405	5 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	4	12 279 311	14 %	4	10 404 229	13 %
Multistratégies	9	21 848 789	26 %	10	21 130 153	25 %
Arbitrage de réassurance	2	2 880 772	3 %	2	2 824 523	3 %
Arbitrage statistique	2	2 206 057	3 %	—	—	—
Arbitrage de financement structuré	8	9 981 232	12 %	7	8 460 352	10 %
	<u>46</u>	<u>84 564 486 \$</u>	<u>100 %</u>	<u>45</u>	<u>82 714 503 \$</u>	<u>100 %</u>

Le tableau suivant présente un classement par stratégie des placements dans les fonds de couverture détenus par le Fonds au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005. Les fonds de couverture multistratégiques du Fonds sont répartis dans plus d'une catégorie afin de refléter les différentes stratégies utilisées. La répartition des placements par stratégie varie souvent et peut différer d'une période à l'autre.

30 juin 2006 \$ US



31 décembre 2005 \$ US



Le tableau suivant présente le placement le plus important dans chaque secteur de fiducies de revenu, en pourcentage de la valeur totale de l'actif net de la Fiducie au 30 juin 2006 et au 31 décembre 2005.

Stratégie	30 juin 2006	31 décembre 2005
Engagée	3,77 %	2,38 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières	7,00 %	4,49 %
Arbitrage sur la structure du capital	3,88 %	4,30 %
Arbitrage sur titres convertibles	2,28 %	3,06 %
Arbitrage sur titres en difficulté	4,92 %	3,08 %
Valeur liée au secteur de l'énergie	1,78 %	0,92 %
Arbitrage sur titres à revenu fixe	4,50 %	2,91 %
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion	3,17 %	2,62 %
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires	8,92 %	5,85 %
Multistratégies	9,18 %	6,00 %
Arbitrage de réassurance	3,48 %	2,35 %
Arbitrage statistique	1,85 %	—
Arbitrage de financement structuré	3,16 %	2,01 %

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investissait par l'entremise du contrat à terme au 30 juin 2006. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de son actif net à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net de la Fiducie sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières du Fonds.

25 principaux placements	Type de placement	Coût	Juste valeur	Pourcentage de l'actif net
D.E. Shaw Composite				
International Fund*	Parts de fiducie	4 670 820 \$	6 105 612 \$	9,18 %
New Ellington				
Overseas, Ltd.*	Actions participatives	5 004 450	5 931 122	8,92 %
New Ellington Credit				
Overseas, Ltd.*	Actions participatives	3 892 350	4 650 952	7,00 %
DPFM Multi Limited*	Actions participatives	3 113 880	3 336 918	5,02 %
Fonds 101*	Actions participatives	2 731 959	3 268 383	4,92 %
Fonds 169*	Actions participatives	2 703 162	3 137 180	4,72 %
Fonds 146*	Actions participatives	2 669 040	3 103 973	4,67 %
Fonds 103*	Actions participatives	2 669 040	3 014 903	4,54 %
Fonds 140*	Actions participatives	2 669 040	2 992 311	4,50 %
Fonds 109*	Actions participatives	2 092 301	2 754 500	4,14 %
Fonds 130*	Actions participatives	2 224 241	2 715 458	4,08 %
Fonds 170*	Actions participatives	2 399 484	2 581 152	3,88 %
Fonds 200*	Actions participatives	2 335 410	2 566 598	3,86 %
Fonds 121*	Actions participatives	2 224 200	2 545 246	3,83 %
Fonds 183*	Actions participatives	2 112 990	2 539 785	3,82 %
Fonds 209*	Actions participatives	2 224 200	2 503 205	3,77 %

25 principaux placements	Type de placement	Coût	Juste valeur	Pourcentage de l'actif net
Fonds 184*	Actions participatives	2 335 410	2 460 088	3,70 %
Fonds 190*	Actions participatives	2 224 200	2 399 375	3,61 %
Fonds 158*	Actions participatives	2 783 494	2 311 922	3,48 %
Fonds 189*	Actions participatives	2 001 780	2 310 420	3,48 %
Fonds 191*	Actions participatives	1 890 570	2 186 857	3,29 %
Fonds 181*	Actions participatives	1 890 570	2 104 254	3,17 %
Fonds 108*	Actions participatives	1 556 940	2 102 244	3,16 %
Fonds 205*	Actions participatives	1 668 150	1 771 284	2,66 %
Fonds 199*	Actions participatives	1 445 730	1 572 587	2,37 %

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

Au 30 juin 2006, la Fiducie détenait également les actions ordinaires suivantes. La Fiducie n'est pas exposée à des risques économiques relativement à ces titres étant donné qu'elle a vendu à terme les actions ordinaires à un prix basé sur le rendement d'un portefeuille de fonds de couverture.

Placements en actions	Type de placement	Pourcentage de l'actif net
Angiotech Pharmaceuticals Inc.	Actions ordinaires	4,16 %
ATI Technologies Inc.	Actions ordinaires	5,48 %
Bombardier Inc.	Actions ordinaires	8,32 %
Celestica Inc.	Actions ordinaires	4,46 %
Cognos Inc.	Actions ordinaires	4,87 %
Le Groupe Forzani Ltée	Actions ordinaires	8,43 %
Glamis Gold Ltd.	Actions ordinaires	11,58 %
Kinross Gold Corp.	Actions ordinaires	11,26 %
Lionore Mining Intl Ltd.	Actions ordinaires	8,90 %
Martinrea International Inc.	Actions ordinaires	9,09 %
Corporation Nortel Networks	Actions ordinaires	3,05 %
Research In Motion Ltd.	Actions ordinaires	4,67 %
RONA Inc.	Actions ordinaires	4,75 %
Western Oil Sands Inc.	Actions ordinaires	11,89 %

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

Valeur liquidative et prix par part

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

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

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, la valeur liquidative par part de la Fiducie a varié entre 22,23 \$ et 22,91 \$, compte tenu des distributions (entre 23,69 \$ et 24,44 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2005).

Le prix du marché des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 19,50 \$ et 21,51 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2006 (entre 23,10 \$ et 26,22 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2005).

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, des distributions totalisant 0,8750 \$ par part, soit 2 650 550 \$ au total, ont été déclarées (0,8750 \$ par part, soit 2 826 250 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2005). Ces distributions représentent un rendement de 7 % sur le prix de souscription initial de 25,00 \$ la part, ce qui est conforme au rendement annuel cible de la Fiducie de 7 %.

La Fiducie est tenue de distribuer la totalité de son revenu net et de ses gains en capital nets réalisés pour ne pas être assujettie à l'impôt en vertu de la Partie I de la Loi de l'impôt sur le revenu.

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

Historique des distributions

<u>Date de clôture des registres</u>	<u>Date de paiement des distributions</u>	<u>Nature des distributions à des fins fiscales</u>	<u>Montant par part</u>
30 septembre 2004	15 octobre 2004	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 décembre 2004	14 janvier 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$
31 mars 2005	15 avril 2005	Remboursement de capital	0,4375 \$

<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 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 \$
30 juin 2006	14 juillet 2006	À déterminer	0,4375 \$

Achats aux fins d'annulation

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

En septembre 2004, la Fiducie a déposé auprès de la Bourse de Toronto un avis d'intention visant l'achat de ses parts dans le cours normal de ses activités. Dans cet avis, la Fiducie a annoncé son intention d'acheter jusqu'à 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 rachetées dans le cadre de ce programme sont annulées.

Pendant le semestre terminé le 30 juin 2006, la Fiducie a acheté 155 300 parts aux fins d'annulation en vertu de ces programmes (aucun rachat durant le semestre terminé le 30 juin 2005).

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers consolidés 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 consolidés et dans les autres parties du rapport incombe au gérant.

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



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

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

Le 23 août 2006

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États consolidés de l'actif net

	30 juin 2006 (non vérifié)	31 décembre 2005 (non vérifiée)
Actif		
Trésorerie et placements à court terme (coût : 2 552 434 \$ en 2006; 7 417 810 \$ en 2005)	2 555 590 \$	7 417 810 \$
Placements dans des fonds de couverture, à la juste valeur (note 3) (coût : 82 433 452 \$ en 2006; 88 508 529 \$ en 2005)	94 044 165	96 622 947
Montant à recevoir au titre de rachats de fonds de couverture . . .	1 300	296 082
Swap de taux d'intérêt, à la juste valeur (note 4)	—	353 261
Montant à recevoir au titre du swap de taux d'intérêt (note 4) . . .	—	243 509
Montant à recevoir au titre de la liquidation de contrats de change à terme	129 843	17 569
	<u>96 730 898</u>	<u>104 951 178</u>
Passif		
Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer	167 429	117 304
Frais de service à payer (note 7)	51 045	117 935
Honoraires de gestion et de conseil à payer (note 7)	208 671	337 023
Jetons de présence des membres du conseil consultatif à payer . .	22 536	—
Swap de taux d'intérêt, à la juste valeur (note 4)	824 277	—
Vente à l'avance de placements dans des fonds de couverture . . .	834 075	—
Frais de financement du contrat à terme à payer	—	207 232
Distribution à payer (note 9)	1 308 519	1 376 463
Emprunt bancaire (note 8)	900 000	599 840
Montant dû au cocontractant (note 6)	25 940 147	31 493 763
	<u>30 256 699</u>	<u>34 249 560</u>
Actif net	<u>66 474 199 \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>
Actif net et capitaux propres (note 5)		
Capital social	70 488 846	74 148 921
Bénéfices non répartis (déficit)	(4 014 647)	(3 447 303)
Total	<u>66 474 199 \$</u>	<u>70 701 618 \$</u>
Nombre de parts en circulation (note 5)	<u>2 990 900</u>	<u>3 146 200</u>
Valeur liquidative par part	<u>22,23 \$</u>	<u>22,47 \$</u>

Signé au nom du fiduciaire,

Northwater Fund Management Inc.

Per: Per: 

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États consolidés des résultats

	Semestres terminés les 30 juin	
	2006 (non vérifié)	2005 (non vérifié)
Revenu de placement		
Revenu sur swap de taux d'intérêt	140 778 \$	620 922 \$
Intérêts	114 376	66 917
	<u>255 154</u>	<u>687 839</u>
Charges		
Frais de service (note 7)	101 988	122 940
Frais de financement du contrat à terme (note 7)	379 470	439 727
Frais de gestion (note 7)	51 872	62 164
Honoraires de conseil (note 7)	567 543	678 848
Honoraires de vérification	51 720	33 760
Jetons de présence des membres du conseil consultatif	10 000	10 000
Droits de garde	46 659	47 415
Frais juridiques	16 753	26 093
Frais d'information aux porteurs de titres	—	29 057
Intérêts et commissions de garantie	12 950	—
Autres frais	11 933	10 554
	<u>1 205 888</u>	<u>1 460 558</u>
Perte nette de placement	<u>(995 734)</u>	<u>(772 719)</u>
Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements		
Gain net réalisé (perte) sur les éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	1 467 656	41 170
Swap de taux d'intérêt	(98 390)	—
Contrats de change à terme	40 555	(54 525)
Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des éléments suivants :		
Placements dans des fonds de couverture	3 496 295	1 974 931
Swap de taux d'intérêt	(1 178 023)	1 271 574
Contrats de change à terme	124 909	(33 127)
Coût du change et autres frais liés au contrat à terme	(1 155 567)	(240 890)
Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour la période	<u>2 697 435 \$</u>	<u>2 959 133 \$</u>
Revenu net du semestre	<u>1 701 701 \$</u>	<u>2 186 414 \$</u>
Revenu net par part du semestre*	<u>0,56 \$</u>	<u>0,67 \$</u>

* Selon le nombre moyen de parts en circulation au cours du semestre.

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États consolidés de l'évolution de l'actif net

	Semestres terminés les 30 juin	
	2006 (non vérifié)	2005 (non vérifié)
Actif net au début du semestre	70 701 618 \$	77 173 384 \$
Revenu net du semestre	<u>1 701 701</u>	<u>2 186 414</u>
Opérations sur parts (note 5)		
Parts annulées	(3 278 570)	—
	<u>(3 278 570)</u>	<u>—</u>
Distributions aux porteurs de parts (note 9)	(2 650 550)	(2 826 250)
Actif net à la fin du semestre	<u>66 474 199 \$</u>	<u>76 533 548 \$</u>

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États consolidés des flux de trésorerie

	Semestres terminés les 30 juin	
	2006 (non vérifié)	2005 (non vérifié)
Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation		
Revenu net lié aux activités	1 701 701 \$	2 186 414 \$
Éléments hors trésorerie :		
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des placements dans des fonds de couverture	(3 496 295)	(1 974 932)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée du swap de taux d'intérêt	1 178 023	(1 271 574)
Variation de la moins-value (plus-value) non réalisée des contrats de change à terme	(124 909)	33 127
Perte réalisée (gain) sur les placements dans des fonds de couverture	(1 467 656)	(41 170)
Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement :		
Variation des montants à payer au cocontractant	4 225 381	(32 806 157)
Variation des autres débiteurs	504 262	(58 661)
Acquisition de fonds de couverture	(10 285 184)	(11 683 122)
Achat d'actions ordinaires	(2 810 059)	(15 415 119)
Produit de la vente de fonds de couverture	13 452 993	4 713 412
Produit du règlement d'actions ordinaires	4 768 736	17 317 703
	<u>7 646 993</u>	<u>(39 000 079)</u>
Flux de trésorerie liés aux activités de financement		
Versement de distributions	(2 718 494)	(2 826 250)
Avance sur prêt	300 160	199 531
Emissions d'actions du Fonds		33 314 560
Rachat d'actions du Fonds payées d'avance	(6 812 309)	(3 624 546)
Parts annulées	(3 278 570)	
Paieement de frais de placement		(461 241)
	<u>(12 509 213)</u>	<u>26 602 054</u>
Augmentation (diminution) nette de la trésorerie et des placements à court terme	<u>(4 862 220)</u>	<u>(12 398 025)</u>
Trésorerie et placements à court terme au début du semestre ...	<u>7 417 810 \$</u>	<u>14 500 806 \$</u>
Trésorerie et placements à court terme à la fin du semestre	<u>2 555 590 \$</u>	<u>2 102 781 \$</u>
Information supplémentaire :		
Intérêts versés	19 195 \$	1 563 \$

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État consolidé des titres en portefeuille
30 juin 2006

Portefeuille de fonds de couverture	Nombre d'actions/valeur nominale	Coût	Juste valeur ou valeur marchande	Pourcentage du portefeuille de placements
Engagée		2 212 244 \$	2 503 205 \$	
Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières		10 763 364	12 464 097	
Arbitrage sur la structure du capital		3 603 320	3 868 834	
Arbitrage sur titres convertibles		1 410 374	1 612 736	
Arbitrage sur titres en difficulté		8 407 683	9 811 715	
Valeur liée au secteur de l'énergie		1 737,939	1 789 105	
Arbitrage sur titres à revenu fixe		4 535 101	5 179 169	
Arbitrage sur titres de sociétés visées par une fusion		1 880 408	2 104 254	
Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires		11 835 507	13 655 822	
Multistratégies		20 448 056	24 298 038	
Arbitrage de réassurance		3 653 337	3 203 706	
Arbitrage de financement structuré		2 212 244	2 453 356	
Arbitrage statistique		9 733 875	11 100 128	
		<u>82 433 452</u>	<u>94 044 165</u>	<u>97,35 %</u>
Total des placements			<u>94 044 165</u>	<u>97,35 %</u>
Trésorerie		<u>2 552 434</u>	<u>2 555 590</u>	<u>2,65 %</u>
Total du portefeuille de placements			<u>96 599 755</u>	<u>100,00 %</u>
Passif net			<u>(30 125 556)</u>	
Actif net et capitaux propres			<u>66 474 199</u>	
Portefeuille d'actions ordinaires				
Angiotech Pharmaceuticals Inc	212 500	4 771 539	2 766 750	
ATI Technologies Inc	224 400	4 763 672	3 639 768	
Bombardier Inc, catégorie B	1 778 341	4 623 686	5 530 641	
Celestica Inc	280 445	2 810 059	2 964 304	
Cognos Inc	103 100	4 770 426	3 238 371	
Le Groupe Forzani Ltée	335 744	4 028 928	5 606 925	
Glamis Gold Ltd.	181 918	4 798 997	7 698 770	
Kinross Gold Corp.	615 015	4 834 018	7 484 733	
Lionore Mining Intl Ltd.	976 650	4 980 915	5 918 499	
Martinea International Inc.	800 077	5 096 490	6 040 581	
Corporation Nortel Networks	816 613	3 679 455	2 025 200	
Research In Motion Ltd	39 895	3 508 951	3 103 831	
RONA Inc	157 366	2 340 373	3 155 188	
Western Oil Sands Inc, catégorie A	255 492	4 939 512	7 904 922	
		<u>59 947 021 \$</u>	<u>67 078 483</u>	

Moins la valeur donnée en garantie au cocontractant aux termes du contrat à terme (Note 6 et Tableau 1) (67 078 483)\$

* Titres détenus dans le cadre du contrat à terme et donnés en garantie au cocontractant.

Tableau 1 – Contrats de change à terme :

Contrats d'achat (de vente) de dollars canadiens	Produit (paiement) en dollars américains	Date de règlement	Excédent (insuffisance) du montant du règlement par rapport à la valeur du marché en dollars américains	Notation du cocontractant*
(4 466 046)\$ (200 818)	3 900 000 \$ 180 000	13 juillet 2006 13 juillet 2006	116 165 \$ 590	R1 – moyen R1 – moyen

* Agence de notation Standard & Poor's

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers consolidés
Semestres terminés les 30 juin 2006 et 2005

1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juin 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire. Les présents états financiers consolidés comprennent les comptes de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds »), société exonérée des îles Caïmans constituée en vertu de la loi intitulée *Companies Law (2003 Revision)* des îles Caïmans, le 7 mai 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire et RBC Dexia Services aux investisseurs (« RBC Dexia »), à titre de dépositaire. La Fiducie a commencé ses activités le 30 juin 2004 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Elle a émis des parts additionnelles le 31 décembre 2004 au moyen d'un reclassement. Le Fonds a commencé ses activités le 30 juin 2004. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. La Fiducie sera liquidée le 30 juin 2009 ou vers cette date (la « date de liquidation ») et son actif net sera alors distribué proportionnellement aux porteurs de parts, à moins qu'une date de liquidation ultérieure ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin.

Les actifs de la Fiducie investis dans de la trésorerie, des placements à court terme et des actions ordinaires (le « portefeuille d'actions ordinaires ») sont combinés à un contrat à terme afin d'obtenir un rendement tiré d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture peu réactifs au marché.

Par suite de l'entrée en vigueur d'une nouvelle norme comptable publiée par l'Institut Canadien des Comptables Agréés (note d'orientation 15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities)), les comptes de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited, société exonérée des îles Caïmans (le « Fonds ») dont les comptes sont libellés en dollars américains, sont inclus dans les états financiers consolidés de la Fiducie. La Fiducie ne détient aucune participation dans le Fonds et elle est exposée à la plupart des risques et des avantages économiques du Fonds à travers le contrat à terme. Une analyse du contrat à terme est présentée ci-après à la note 6 afférente aux états financiers consolidés.

2. Principales conventions comptables

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

La Fiducie a mis en application pour la première fois les dispositions de la note d'orientation 15 intitulée Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities) durant le semestre terminé le 30 juin 2006, avec application rétroactive aux chiffres correspondants des périodes précédentes.

a) Périmètre de consolidation

Ces états financiers consolidés comprennent les comptes de la Fiducie et du Fonds. Les états financiers de la Fiducie et du Fonds ont été consolidés conformément aux directives de la note d'orientation 15, Consolidation des entités à détenteurs de droits variables (variable interest entities), étant donné que la Fiducie est exposée, à travers le contrat à terme, à la plupart des risques économiques encourus par le Fonds.

b) Placements

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

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

Les placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché sont évalués à la valeur définitive de l'actif net présentée par les gestionnaires de portefeuille de ces fonds ou les entités chargées de leur administration à la date d'évaluation ou, si elle n'est pas disponible, à la valeur provisoire la plus récente de l'actif net déterminée selon les rendements préliminaires présentés par ces mêmes gestionnaires ou entités. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme un gain ou une perte non réalisé sur les placements dans des fonds de couverture. Le calcul des gains et des pertes réalisés et non réalisés est fondé sur le coût moyen.

La valeur du swap de taux d'intérêt correspond au gain ou à la perte, s'il y a lieu, qui serait réalisé si le swap était « liquidé » à la date d'évaluation. L'écart entre la juste valeur et le coût est présenté comme le gain ou la perte non réalisé sur le swap de taux d'intérêt.

La valeur comptable du contrat de change à terme correspond à l'écart entre sa valeur à la date d'évaluation et sa valeur à la date où il a été conclu. Lorsque les contrats de change à terme viennent à échéance ou sont liquidés, un gain ou une perte est constaté et inscrit à titre de revenu ou de perte à l'état consolidé des résultats.

c) Conversion des devises

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

d) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers consolidés 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 consolidés, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

e) Chiffres correspondants

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

3. Placements dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché

La Fiducie est exposée au portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché du Fonds au moyen du contrat à terme. Dans le cadre de sa stratégie de placement, le Fonds investit dans un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui font partie du portefeuille du Fonds sont constitués et domiciliés dans des territoires de compétence non américaine, qui comprennent essentiellement

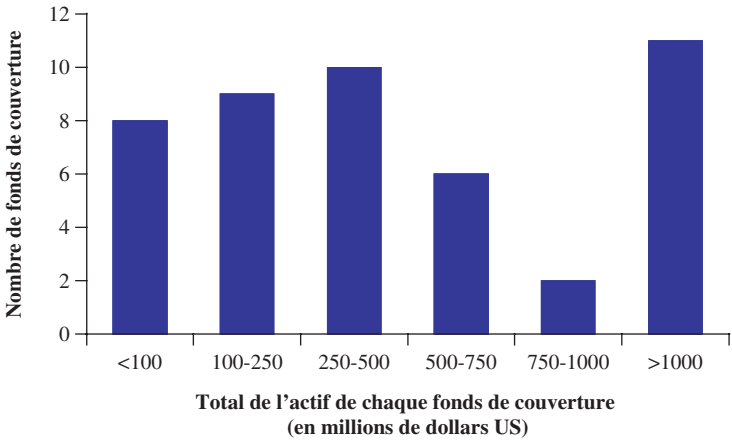
les Bermudes, les îles Caïmans, les îles Vierges britanniques et les Bahamas. Ils sont gérés par des gestionnaires de portefeuille indépendants, dont ils assument la rémunération. Cette rémunération comprend des honoraires fondés sur la valeur des actifs, qui se situent en général entre 1 % et 2 % par année, et une prime de rendement, se situant en général entre 10 % et 20 % du revenu net gagné au-delà d'un seuil préétabli. La rémunération versée aux gestionnaires indépendants des portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché n'est pas calculée ni présentée séparément par le Fonds, mais incluse dans l'évaluation de chaque fonds. Les modalités de rachat des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché varient, les préavis allant en général de 30 à 180 jours. Les placements dans les fonds de couverture du Fonds peuvent être assujettis à des dispositions de blocage.

Le tableau suivant résume les opérations de placement dans les fonds de couverture effectuées par le Fonds au cours de la période :

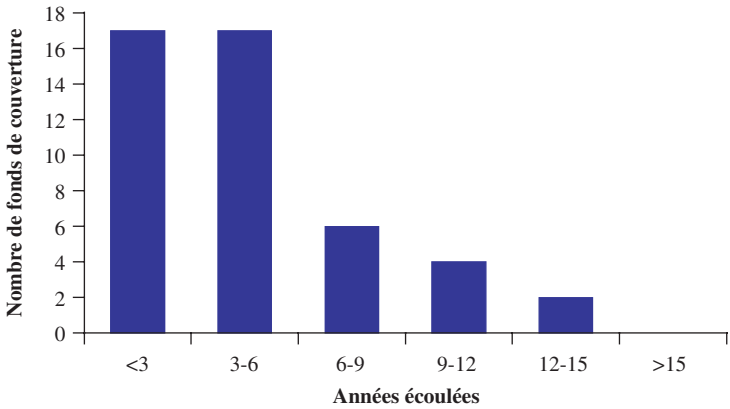
	Semestres terminés les	
	30 juin	
	2006	2005
	(en dollars américains)	
Placements au coût au début du semestre	75 768 120 \$	57 381 397 \$
Coût des placements acquis	9 100 000	32 650 363
Coût des placements vendus	<u>(10 343 427)</u>	<u>(4 955 696)</u>
Placements au coût à la fin du semestre	74 524 693	85 076 064
Plus-value non réalisée des placements	<u>10 039 793</u>	<u>3 778 081</u>
Valeur marchande des placements à la fin		
du semestre	<u>84 564 486 \$</u>	<u>88 854 145 \$</u>
Produit des placements vendus	11 641 962 \$	4 989 015 \$
Coût des placements vendus	<u>(10 343 427)</u>	<u>(4 955 696)</u>
Gain net réalisé sur les placements	<u>1 298 535 \$</u>	<u>33 319 \$</u>

En plus du swap de taux d'intérêt (note 4) et des contrats de change à terme (note 6), le Fonds peut également avoir été exposé à des instruments dérivés au 30 juin 2006 et au 30 juin 2005 par à travers ses placements directs dans des fonds de couverture à rendement peu réactif au marché. Le risque de perte est néanmoins limité à la valeur des placements dans les fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

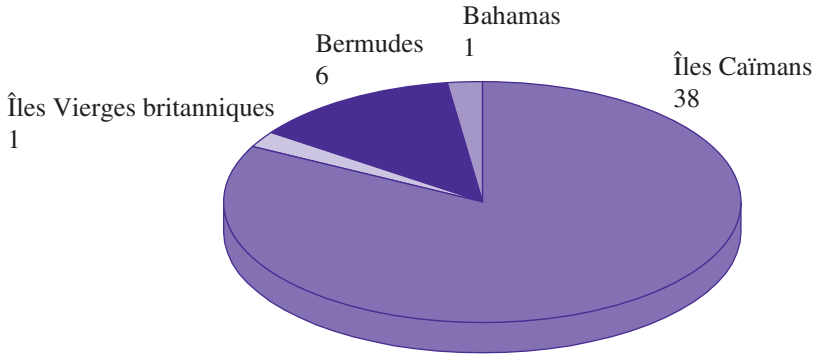
Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds au 30 juin 2006. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance au 30 juin 2006.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture au 30 juin 2006. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture par domiciliation au 30 juin 2006.



4. Swap de taux d'intérêt

Le Fonds a conclu avec une banque américaine (le « cocontractant ») un swap de taux du marché monétaire variable en contrepartie d'un taux fixe de 4,30 %. Par conséquent, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient diminuer (ou augmenter) de 1 %, la valeur du Fonds augmenterait (ou diminuerait) d'environ 1,9 %.

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

Au 30 juin 2006, le notionnel des swaps de taux d'intérêt était de 70 441 300 \$ CA, et la date d'échéance était le 30 juin 2009 (notionnel de 76 000 000 \$ CA et date d'échéance du 30 juin 2009 au 31 décembre 2005).

5. Capitaux propres

Le capital autorisé de la Fiducie comprend un nombre illimité de parts non rachetables. Les parts sont transférables et représentent une participation égale indivise 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. La Fiducie n'émet pas de fractions de parts.

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter jusqu'à concurrence de 2,5 % de ses parts en circulation par trimestre si leur prix

sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. De plus, la Fiducie est autorisée, en tout temps, à racheter ses parts quand celles-ci se négocient à un prix inférieur à leur valeur liquidative. Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a racheté aux fins d'annulation 155 300 parts au cours du semestre terminé le 30 juin 2006 (aucune durant le semestre terminé le 30 juin 2005).

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Le tableau qui suit présente les opérations portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) effectuées au cours des semestres indiqués :

Semestre terminé le 30 juin 2006	Parts en circulation	Capital social	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2005 . . .	3 146 200	74 148 921 \$	(3 447 303)\$	70 701 618 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour le semestre	—	—	1 701 701	1 701 701
Parts émises au cours du semestre . .	—	—	—	—
Parts annulées au cours du semestre	(155 300)	(3 660 075)	381 505	(3 278 570)
Distributions			(2 650 550)	(2 650 550)
Solde au 30 juin 2006	<u>2 990 900</u>	<u>70 488 846 \$</u>	<u>(4 014 647)\$</u>	<u>66 474 199 \$</u>

Semestre terminé le 30 juin 2005	Nombre de parts	Capital social	Bénéfices non répartis (déficit)	Capitaux propres
Solde au 31 décembre 2004 . . .	3 230 000	76 123 900 \$	1 049 484 \$	77 173 384 \$
Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour le semestre	—	—	2 186 414	2 186 414
Parts émises au cours du semestre . .	—	—	—	—
Parts annulées au cours du semestre	—	—	—	—
Distributions			(2 826 250)	(2 826 250)
Solde au 30 juin 2005	<u>3 230 000</u>	<u>76 123 900 \$</u>	<u>409 648 \$</u>	<u>76 533 548 \$</u>

6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme de gré à gré (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant »), afin d'obtenir une

exposition à un portefeuille diversifié de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché (le « portefeuille de fonds de couverture »), ainsi qu'un swap de taux d'intérêt sur le rendement du Fonds, société exonérée établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est de 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2006 s'établissait à 141 % (144 % au 31 décembre 2005). La Fiducie a acquis le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille et l'a cédé en garantie au cocontractant. La Fiducie a convenu de céder au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires, à la date de liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du coût du levier financier assumé par le cocontractant afin de fournir le rendement du Fonds, et des coûts afférents. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite du coût du levier.

Le tableau suivant résume le montant dû au cocontractant aux termes du contrat à terme :

	<u>30 juin 2006</u>	<u>31 décembre 2005</u>
Placement effectué par le cocontractant dans le Fonds, déduction faite des rachats	93 695 490 \$	101 694 534 \$
Montant dû au cocontractant au titre du portefeuille d'actions ordinaires, déduction faite des remboursements	(67 078 483)	(66 715 061)
Frais de financement à payer au cocontractant	(676 860)	(3 485 710)
Montant net à payer au cocontractant	<u>25 940 147 \$</u>	<u>31 493 763 \$</u>

La valeur nominale du contrat à terme au 30 juin 2006 s'établissait à 29 559 301 \$ US et 60 092 691 \$ CA (31 654 828 \$ US et 64 352 801 \$ CA au 31 décembre 2005). Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, le cocontractant a racheté 525,1562 actions participatives du Fonds pour une contrepartie de 6 812 309 \$ (5 909 487 \$ US) et il a versé 4 768 736 \$ à la Fiducie par suite d'une réduction de la valeur nominale du contrat à terme et en contrepartie d'un règlement partiel du portefeuille d'actions ordinaires.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par le gérant. Au 30 juin 2006, la notation du cocontractant était de AA-. La Fiducie peut recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des modalités du contrat à terme, la Fiducie peut

résilier le contrat si la notation du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

La Fiducie, par son exposition au swap de taux d'intérêt dans le Fonds, s'expose aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 1,9 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

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

La Fiducie a retenu les services de Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») pour agir à titre de gérant selon les modalités d'une entente de gestion datée du 18 juin 2004. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller est inscrit 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 en placement est inscrit comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Il est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi 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 des États-Unis (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 reçoit des honoraires de gestion annuels correspondant à 0,15 % de l'actif net de la Fiducie. Ces honoraires sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque mois et ils sont payés mensuellement, à terme échu.

Le Fonds verse aussi au conseiller en placement des honoraires de conseil qui correspondent à 1,15 % par an de l'actif net du Fonds. Ces honoraires sont calculés, comptabilisés et payés mensuellement, à terme échu. Pour le semestre terminé le 30 juin 2006, les frais de conseil se sont chiffrés à 567 543 \$ (502 144 \$ US) (678 848 \$ (549 399 \$ US) pour le semestre terminé le 30 juin 2005).

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

Des frais liés au contrat à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens. Ces frais sont majorés des coûts de levier financier pouvant varier en fonction de la valeur marchande du portefeuille d'actions ordinaires et ils sont calculés et payés mensuellement, à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 6).

8. Emprunt bancaire

La Fiducie a 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 son actif net, si elle est moins élevée, afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges. Les intérêts et les commissions de garantie sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont établis en fonction du taux préférentiel ou du taux des acceptations bancaires des fonds canadiens, ou des deux. Un nantissement général de l'actif de la Fiducie a été donné à la banque.

Durant le semestre terminé le 30 juin 2006, le solde de l'emprunt bancaire a varié entre 0 \$ et 2 900 000 \$ (entre 0 \$ et 1 800 000 \$ durant l'exercice terminé le 31 décembre 2005).

9. Distributions

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

Des distributions de 0,875 \$ par part, soit 2 650 550 \$ au total, ont été déclarées par la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2006 (de 0,8750 \$ par part, soit 2 826 250 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2005).

10. Impôts sur les bénéficiaires

Au 31 décembre 2005, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes sur cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés sur 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 est appelée « remboursement de capital » et elle n'est pas imposable pour le porteur de parts, mais le prix de base rajusté de la part est réduit à l'égard de l'impôt. Le revenu net imposable peut différer du revenu net aux fins comptables.

Au 31 décembre 2005, la Fiducie disposait de reports de pertes autres qu'en capital de 2 519 000 \$ (915 000 \$ au 31 décembre 2004) échéant à compter de 2011 et d'aucun report de pertes en capital (aucun au 31 décembre 2004).

11. Indemnités

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

- 1) en priorité devant tout droit du gérant ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que le gérant, relativement à toute obligation et à tous les frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation

de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit;

- 2) une indemnité payable à l'agent des transferts pour la totalité ou une partie des actions et des poursuites entamées pour cause de pertes, de dommages, de frais, de charges, d'honoraires de conseil, de paiements, de dépenses et de passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie;
- 3) une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et 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 en placement 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;
- 7) une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission

frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fautive 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.

Chef de file en matière d'innovations financières depuis janvier 1989, Northwater Capital Management Inc. propose des solutions de portefeuille personnalisées à la communauté financière internationale par l'entremise de sa plateforme exclusive de portefeuilles (Portfolio Platform™) qui offre l'adaptabilité et la diversité nécessaires pour satisfaire une gamme de besoins en placement.

L'entreprise est réputée pour sa capacité d'indexation qui permet aux investisseurs d'avoir accès à faible coût aux marchés des actions et à des instruments à taux fixe internationaux. De plus, grâce à son expertise en création de portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché qui génèrent des rendements constants dans des conjonctures de marché normales et extrêmes, Northwater est en mesure d'offrir une source fiable de plus-value de gestion. 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 risque/rendement de façon efficace et rentable.

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 10,6 G\$ CA, dont 4,5 G\$ CA en fonds de couverture au 31 décembre 2005. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché.

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

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

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

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

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

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 Tétrault LLP
Bureau 4700, Boîte 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto (Ontario) M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

PricewaterhouseCoopers LLP
Bureau 3000, Boîte 82
Royal Trust Tower, Toronto Dominion Centre
Toronto (Ontario) M5K 1G8

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

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

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

Symbole TSE : NYF.UN

Also available in English



