

NORTHWATER

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust
Rapport du semestre terminé le
30 juin 2007
(non vérifiés)





HISTORIQUE

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario. Les états financiers de la Fiducie pour le semestre terminé le 30 juin 2007, établis en dollars canadiens, sont inclus dans le présent rapport.

TABLE DES MATIÈRES

| | |
|--|----|
| Message du conseiller en placement aux porteurs de parts | 2 |
| Rapport de la direction sur le rendement du Fonds | 4 |
| Responsabilité de la direction | 22 |
| États financiers non vérifiés | 23 |
| Northwater Capital Management Inc. | 43 |

MESSAGE DU CONSEILLER EN PLACEMENT AUX PORTEURS DE PARTS

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe, dont les parts sont négociées à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. Elle offre le rendement d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre et d'un swap de taux d'intérêt fixe-variable, au moyen d'un contrat à terme de gré à gré. Au 30 juin 2007, la valeur liquidative par part de la Fiducie s'élevait à 23,17 \$. Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, le rendement de la Fiducie s'établit à 4,69 %. Au cours de cette même période, l'indice obligataire universel Scotia Capitaux a diminué de -0,78 %, l'indice composé S&P/TSX a progressé de 9,05 % et l'indice S&P 500 s'est accru de 6,96% en dollars américains, ce qui correspond à un gain de -2,23 % en dollars canadiens, étant donné le raffermissement du dollar américain. La Fiducie a versé des distributions de 0,875 \$ par part au cours de la période.

Après avoir atteint le niveau appréciable de 3,3 % en 2006, le taux de croissance de l'économie américaine a chuté à 0,7 % au premier trimestre de 2007. La détérioration persistante du marché des prêts hypothécaires à haut risque a suscité de vives inquiétudes pendant le premier semestre, et le marché des titres adossés à des créances mobilières a subi d'importantes pertes en conséquence. Mais des dépenses de consommation encore solides et un taux de chômage stable ont soutenu l'activité économique qui affichera probablement une croissance respectable pour le deuxième trimestre. Le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine a maintenu les taux des fonds fédéraux à 5,25 % pendant le premier semestre de 2007, tout en insistant sur les risques d'inflation. Quant au dollar américain, il a poursuivi sa dépréciation par rapport à plusieurs grandes monnaies. La plupart des marchés des actions ont, malgré cette conjoncture, affiché des rendements respectables pour le semestre.

Le swap de taux d'intérêt fixe-variable détenu par la Fiducie a contribué négativement au rendement d'ensemble étant donné la hausse des taux d'intérêt au cours du premier semestre.

Le portefeuille de fonds de couverture à rendement peu réactif au marché géré par Northwater Fund Management Inc. (le « gérant »), dans lequel la Fiducie investit, a affiché un rendement positif pour le premier semestre, la totalité des stratégies, à l'exception d'une, ayant contribué aux résultats. La conjoncture a été favorable aux stratégies activistes et aux placements dans des titres en difficulté, car plusieurs positions sur actions et obligations se sont bien comportées. Malgré les difficultés que le marché hypothécaire à haut risque a

connues au début de l'année, les fonds de titres adossés à des créances mobilières et hypothécaires du portefeuille de Northwater ont généralement obtenu de bons résultats, certains gestionnaires ayant même réussi à générer des rendements sur des stratégies à découvert sur ce type de prêts. La tendance haussière du marché boursier, la stabilité des écarts de taux et l'accroissement modéré de la volatilité des marchés ont été propices à bon nombre de stratégies sous-jacentes des fonds multistratégies, ainsi qu'à celles axées sur les opérations telles que l'arbitrage statistique et l'arbitrage sur titres à revenu fixe. La stratégie événementielle a tiré de l'arrière jusqu'en juin en raison d'événements particuliers qui ont entraîné un repli de certaines positions de base.

Northwater continue de gérer activement la composition du portefeuille de fonds de couverture de la Fiducie. Pendant le semestre terminé le 30 juin 2007, six fonds ont été éliminés en raison de la faiblesse de leur rendement ou d'une application inefficace de leur stratégie, et deux fonds ont été ajoutés. Northwater s'efforce constamment d'améliorer le portefeuille en raffinant la composition de son groupe de gestionnaires et en recrutant des gestionnaires qui, conformément aux objectifs de placement, appliquent des stratégies neutres, censées dégager des rendements élevés corrigés du risque.



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



MARK P. SMITH, CFA
Vice-président,
Northwater Capital Management Inc.

Le 20 août 2007

RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement de la Fiducie contient les faits saillants financiers, mais non les états financiers complets de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie »). Un exemplaire des états financiers du fonds d'investissement pour le semestre terminé le 30 juin 2007 est annexé à ce rapport à titre d'information.

Les porteurs de titres peuvent obtenir sans frais un exemplaire des politiques et des procédures de vote par procuration du fonds, du dossier de vote par procuration et de l'information trimestrielle. Prière de contacter Northwater Fund Management Inc. par téléphone, au 1-888-429-8774, ou par courrier postal à l'adresse Suite 4700, BCE Place, Bay Wellington Tower, 181 Bay Street, P.O. Box 794, Toronto, Ontario, M5J 2T3. On peut également obtenir ces renseignements sur notre site à l'adresse www.northwatercapital.com ou sur le site de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

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

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

Adoption de nouvelles normes comptables

Le 1^{er} avril 2005, l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA ») a publié le chapitre 3855, « Instruments financiers – comptabilisation et évaluation » du Manuel de l'ICCA – comptabilité (le « chapitre 3855 »), qui établit des normes pour la juste évaluation des placements ainsi que le traitement comptable des frais de transaction. Les recommandations du chapitre 3855 s'appliquent aux exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2006.

De plus, la partie 14.2 du Règlement 81-106, publié en 2005 par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, exige que la valeur liquidative quotidienne d'un fonds d'investissement soit calculée conformément aux principes

comptables généralement reconnus (« PCGR ») du Canada. L'application du chapitre 3855 nécessitera l'adoption de techniques d'évaluation différentes pour certains placements.

En ce qui a trait à l'application des recommandations du chapitre 3855, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont accordé aux fonds d'investissement une dispense provisoire de conformité aux exigences du chapitre 3855 en ce qui concerne le calcul et la présentation de la valeur liquidative (à d'autres fins que la présentation de l'information financière) pour une durée maximale d'un an prenant fin le 30 septembre 2007. Cette dispense doit permettre un examen plus approfondi du bien-fondé de cette nouvelle exigence pour le calcul du prix d'achat et de rachat des parts d'un fonds d'investissement (la « valeur liquidative aux fins des opérations »). La méthode de calcul de la valeur d'actif net conformément au chapitre 3855 pourrait ainsi, selon l'issue de cet examen effectué par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, changer la valeur liquidative aux fins des opérations des fonds d'investissement.

L'adoption du chapitre 3855 a entraîné un changement dans la méthode d'évaluation des actions ordinaires détenues par la Fiducie. Les actions ordinaires sont évaluées au cours acheteur à la date d'évaluation indiqué aux états financiers de la Fiducie; avant l'application du chapitre 3855, celles-ci étaient évaluées au cours de clôture à la date d'évaluation.

Objectifs de placement et stratégies

Objectifs de placement

Les objectifs de placement de Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») s'établissent comme suit :

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

Stratégies de placement

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

Le Fonds détient un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture »). L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à 150 % de la valeur liquidative de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2007 s'établissait à 134 % (143 % au 31 décembre 2006). 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. Rien ne garantit que la Fiducie obtiendra un rendement élevé corrigé du risque. Le conseiller en placement est cependant d'avis que l'exposition de la Fiducie au Fonds, qui détient un portefeuille bien diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre, devrait favoriser une faible volatilité des rendements ainsi qu'une faible corrélation entre le rendement de la Fiducie et ceux des principaux marchés des actions et des titres à revenu fixe. L'exposition additionnelle offerte par le levier faisant partie du contrat à terme augmentera le risque pour les porteurs de parts et n'améliorera pas le rendement si la valeur du portefeuille de fonds de couverture diminue.

En vertu du contrat de change à terme, la Fiducie s'expose aussi aux swaps de taux d'intérêt (les « swaps ») conclus par le Fonds. La Fiducie devrait obtenir un taux fixe pondéré de 4,30 % pendant la durée de son existence, auquel s'ajoutent les rendements qu'elle réalisera en sus des taux du marché monétaire du fait de son exposition au portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre. 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 1,5 %.

Processus de gestion des placements

Les objectifs et la stratégie de placement de la Fiducie s'appuient sur un processus de gestion des placements. Pour mettre en place ce processus, la Fiducie doit compter sur les connaissances et les compétences du conseiller en placement. Ce dernier dispose à son tour d'une équipe de professionnels chargée de la recherche ainsi que de l'analyse et de la surveillance des placements détenus par la Fiducie et le portefeuille de fonds de couverture. Toutes les recherches sur les placements sont faites sur place.

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 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 stratégie neutre et dans la gestion de stratégies complexes sur instruments dérivés.
2. L'utilisation d'une infrastructure opérationnelle établie, nécessaire à la gestion de fonds de fonds peu réactifs au marché et de stratégies sur instruments dérivés très complexes. Le conseiller en placement a réuni une équipe de professionnels en placement et mis au point des systèmes et des outils rigoureux de gestion de portefeuilles et de gestion des risques essentiels à la gestion des fonds de fonds de couverture à stratégie neutre de haut niveau.
3. Une recherche constante, à l'échelle mondiale, de stratégies de fonds de couverture à stratégie neutre conformes aux principes de placement et aux critères du portefeuille de fonds de couverture quant à la neutralité par rapport au marché et aux rendements élevés corrigés du risque. La recherche vise surtout des gestionnaires qui ont démontré une compétence dans l'application constante de ces stratégies.
4. Une évaluation quantitative et qualitative rigoureuse des gestionnaires de fonds de couverture qui appliquent des stratégies peu réactives au marché conformes aux principes de placement et aux objectifs du portefeuille de fonds de couverture.

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

Le conseiller en placement offre ses services de conseil et de gestion 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 des clients. Lorsque les possibilités de placement sont restreintes, les placements sont répartis par le conseiller en placement entre les portefeuilles des clients de la manière que celui-ci juge équitable dans les circonstances.

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

Au 30 juin 2007, la Fiducie n'avait aucun endettement (aucun au 31 décembre 2006).

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») afin de tirer avantage d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») et d'un swap de taux d'intérêt grâce au rendement du Fonds, société exonérée établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2007 s'établissait à 134 % (143 % au 31 décembre 2006).

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 2007 et 2006 ainsi que pour les semestres terminés à ces dates, selon les critères que le gérant juge pertinents.

| Statistiques de la fiducie | Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2007 | Depuis le lancement jusqu'au 30 juin 2006 | |
|---|--|--|-------------|
| | Nombre de rendements mensuels positifs | 29 | 20 |
| Nombre de rendements mensuels négatifs . . . | 7 | 4 | |
| Pourcentage des mois négatifs | 19,4 % | 16,7 % | |
| Rendement moyen des mois négatifs | -0,68 % | -0,50 % | |
| Rendement mensuel le plus bas | -1,56 % | -1,07 % | |
| | | Semestres terminés les 30 juin | |
| | | 2007 | 2006 |
| Statistiques des fonds de couverture | | | |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement positif ¹⁾ | | 30 | 42 |
| Nombre de fonds de couverture ayant dégagé un rendement négatif ¹⁾ | | 2 | 4 |
| Écart type annuel moyen des fonds de couverture ²⁾ | | 3,93 % | 3,92 % |
| Corrélation moyenne entre les fonds de couverture ²⁾ | | 0,10 % | 0,12 % |

- 1) D'après les fonds de couverture détenus dans le portefeuille de fonds de couverture du Fonds au 30 juin 2007 et au 30 juin 2006.
- 2) D'après les données recueillies au cours des 24 derniers mois terminés les 30 juin 2007 et 2006 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.

Aucun changement pouvant avoir une incidence importante sur le niveau de risque global inhérent aux placements dans le Fonds n'a été effectué au cours du semestre terminé le 30 juin 2007. Les risques inhérents aux placements dans la Fiducie restent les mêmes que ceux mentionnés dans le prospectus correspondant. Un exemplaire de ce prospectus peut être consulté sur le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

Résultats

Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, la Fiducie a affiché un rendement de 4,69 % (2,71 % pour le semestre terminé le 30 juin 2006), compte tenu des distributions effectuées au cours de la période. Les distributions du semestre ont totalisé 2 395 444 \$, soit 0,875 \$ par part.

Les swaps de taux d'intérêt ont eu une incidence négative sur le rendement du Fonds pour le semestre terminé le 30 juin 2007 (incidence négative pour le semestre terminé le 30 juin 2006). La valeur de marché du swap de taux d'intérêt détenu par le Fonds a diminué de 792 543 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2007 (diminution de 1 043 601 \$ US au cours du semestre terminé le 30 juin 2006).

Au 30 juin 2007, la Fiducie n'avait contracté aucun emprunt (aucun au 31 décembre 2006) sur sa facilité de crédit renouvelable souscrite auprès d'une institution financière canadienne. Au 30 juin 2007, la Fiducie n'avait aucun endettement (aucun au 31 décembre 2006). La Fiducie s'est prévaluée de ses crédits pour des besoins à court terme liés à son exploitation.

La Fiducie a racheté 140 300 parts aux termes de son programme de rachat et d'annulation pendant le semestre terminé le 30 juin 2007 (155 300 parts rachetées pour le semestre terminé le 30 juin 2006). Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, ce programme a contribué au rendement global de la Fiducie dans une proportion de 0,31 % (0,35 % pour le semestre terminé le 30 juin 2006).

Sommaire du portefeuille de placements¹⁾

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

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

Au cours du semestre terminé le 30 juin 2007, le Fonds a effectué des placements dans deux nouveaux fonds de couverture (un fonds d'arbitrage statistique et un fonds d'arbitrage de titres à revenu fixe) et a demandé le rachat de ses parts dans six fonds de couverture (soit un fonds d'arbitrage sur la structure du capital, un fonds d'arbitrage de titres adossés à des créances, deux fonds multistratégies, un fonds d'arbitrage de financement structuré et un fonds dont la stratégie est fondée sur la valeur liée au secteur de l'énergie). (Au cours du semestre terminé le 30 juin 2006, il avait effectué des placements dans sept nouveaux fonds de couverture et demandé le rachat de ses parts sur six fonds.)

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 2007 et 2006.

| Stratégie | Semestres terminés les 30 juin | |
|---|---|-------------|
| | 2007 | 2006 |
| Activiste | 10,49 % | 8,54 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 7,86 % | 6,18 % |
| Arbitrage sur structure du capital | — | 2,94 % |
| Arbitrage de convertibles | — | 5,23 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 9,34 % | 6,73 % |
| Valeur relative du secteur de l'énergie | — | 2,66 % |
| Arbitrage de produits de taux | 2,73 % | 5,56 % |
| Arbitrage sur fusions-acquisitions | -4,70 % | 4,19 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 6,16 % | 5,10 % |
| Multistratégies | 9,14 % | 9,09 % |
| Arbitrage sur réassurance | 6,06 % | 1,99 % |
| Arbitrage statistique | 6,77 % | 10,30 % |
| Arbitrage sur financement structuré | 5,55 % | 5,73 % |

Répartition de l'actif selon la stratégie de placement

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

| Stratégie | 30 juin 2007 | | | 31 décembre 2006 | | |
|--|------------------------------|---|--------------|------------------------------|---|--------------|
| | Nbre de fonds | Juste valeur (en dollars US) | | Nbre de fonds | Juste valeur (en dollars US) | |
| Activiste | 1 | 2 858 724 \$ | 4 % | 1 | 2 587 354 \$ | 3 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 4 | 8 234 509 | 10 % | 5 | 9 291 026 | 12 % |
| Arbitrage sur structure du capital | — | — | — | 1 | 849 904 | 1 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 5 | 9 514 392 | 12 % | 5 | 8 701 946 | 11 % |
| Valeur relative du secteur de l'énergie | — | — | — | 1 | 1 160 011 | 1 % |
| Arbitrage de produits de taux | 3 | 5 946 785 | 8 % | 2 | 4 807 792 | 6 % |
| Arbitrage sur fusions-acquisitions | 1 | 1 227 100 | 2 % | 1 | 2 071 410 | 3 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 4 | 13 619 148 | 17 % | 4 | 12 828 580 | 17 % |
| Multistratégies | 6 | 18 875 957 | 24 % | 8 | 20 139 742 | 26 % |
| Arbitrage sur réassurance | 2 | 3 249 067 | 4 % | 2 | 3 092 212 | 4 % |
| Arbitrage statistique | 3 | 4 402 341 | 6 % | 2 | 2 254 373 | 3 % |
| Arbitrage sur financement structuré | 7 | 9 902 774 | 13 % | 8 | 10 500 011 | 13 % |
| | 36 | 77 830 797 \$ | 100 % | 40 | 78 284 361 \$ | 100 % |

Le tableau qui suit présente le plus important placement par stratégie de gestion de fonds de couverture du Fonds, en pourcentage de la valeur liquidative aux fins des opérations de la Fiducie au 30 juin 2007 et au 31 décembre 2006.

| <u>Stratégie</u> | <u>30 juin 2007</u> | <u>31 décembre 2006</u> |
|--|---------------------|-------------------------|
| Activiste | 4,83 % | 4,59 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 5,54 % | 5,44 % |
| Arbitrage sur structure du capital | — % | 1,51 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté | 5,33 % | 4,97 % |
| Valeur relative du secteur de l'énergie | — % | 2,06 % |
| Arbitrage de produits de taux | 4,84 % | 4,90 % |
| Arbitrage sur fusions-acquisitions | 2,07 % | 3,68 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 9,81 % | 9,84 % |
| Multistratégies | 9,35 % | 9,21 % |
| Arbitrage sur réassurance | 3,89 % | 3,94 % |
| Arbitrage statistique | 3,92 % | 2,16 % |
| Arbitrage sur financement structuré | 3,64 % | 3,52 % |

Le tableau suivant présente, par ordre d'importance selon leur juste valeur, les 25 principaux fonds de couverture dans lesquels la Fiducie investissait au moyen du contrat à terme au 30 juin 2007. La Fiducie communique les noms des fonds de couverture qui représentent plus de 5 % de sa valeur liquidative à la fin de la période. Les fonds de couverture qui représentent moins de 5 % de l'actif net sont identifiés par un numéro unique. Ces numéros sont utilisés dans toutes les communications d'informations financières du Fonds.

| 25 principaux placements | Type de placement | Coût (en dollars US) | Juste valeur (en dollars US) | Pourcentage de l'actif net de la Fiducie |
|---|--------------------------|-------------------------------------|---|---|
| New Ellington Overseas, Ltd. | Actions participatives | 4 500 000 | 5 806 274 | 9,86 % |
| D.E. Shaw Composite International Fund | Actions participatives | 3 597 161 | 5 531 291 | 9,40 % |
| Citadel Kensington Global Strategies Fund Ltd. ... | Actions participatives | 2 611 269 | 3 404 189 | 5,78 % |
| CRC Global Structured Credit Fund, Ltd. | Actions participatives | 2 430 683 | 3 276 859 | 5,57 % |
| Cerberus International Ltd. | Actions participatives | 1 881 397 | 3 152 537 | 5,36 % |
| Tempo Fund, Ltd. | Actions participatives | 2 400 000 | 3 124 001 | 5,31 % |
| Fonds 103* | Actions participatives | 2 400 000 | 2 912 761 | 4,95 % |
| Fonds 140* | Actions participatives | 2 400 000 | 2 865 846 | 4,87 % |
| Fonds 209* | Actions participatives | 2 000 000 | 2 858 724 | 4,86 % |
| Fonds 183* | Actions participatives | 1 900 000 | 2 685 979 | 4,56 % |
| Fonds 121* | Actions participatives | 2 000 000 | 2 567 770 | 4,36 % |
| Fonds 189* | Actions participatives | 1 800 000 | 2 507 644 | 4,26 % |
| Fonds 200* | Actions participatives | 1 609 981 | 2 410 839 | 4,10 % |
| Fonds 190* | Actions participatives | 2 000 000 | 2 392 469 | 4,06 % |
| Fonds 101* | Actions participatives | 1 631 285 | 2 377 064 | 4,04 % |
| Fonds 211* | Actions participatives | 2 000 000 | 2 319 607 | 3,94 % |
| Fonds 131* | Actions participatives | 2 502 917 | 2 299 484 | 3,91 % |
| Fonds 108* | Actions participatives | 1 400 000 | 2 153 485 | 3,66 % |
| Fonds 191* | Actions participatives | 1 700 000 | 2 085 757 | 3,54 % |
| Fonds 205* | Actions participatives | 1 500 000 | 1 788 807 | 3,04 % |
| Fonds 171* | Actions participatives | 1 414 528 | 1 757 976 | 2,99 % |
| Fonds 116* | Actions participatives | 1 402 635 | 1 562 726 | 2,65 % |
| Fonds 199* | Actions participatives | 1 300 000 | 1 553 807 | 2,64 % |
| Fonds 208* | Actions participatives | 1 400 000 | 1 547 213 | 2,63 % |
| Fonds 196* | Actions participatives | 1 100 000 | 1 356 679 | 2,30 % |

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

Au 30 juin 2007, la Fiducie détenait les actions ordinaires suivantes. La Fiducie n'est pas exposée à des risques économiques relativement à ces titres étant donné qu'elle a vendu à terme les actions ordinaires à un prix établi selon le rendement d'un portefeuille de fonds de couverture.

| <u>Placements en actions</u> | <u>Type de placement</u> | <u>Pourcentage de l'actif net</u> |
|---|--------------------------|-----------------------------------|
| Angiotech Pharmaceuticals Inc | actions ordinaires | 2,13 % |
| Axcan Pharma Inc | actions ordinaires | 9,00 % |
| Bombardier Inc B | actions ordinaires | 18,09 % |
| Celestica Inc | actions ordinaires | 2,97 % |
| Groupe CGI Inc. | actions ordinaires | 9,00 % |
| Cognos Inc | actions ordinaires | 5,78 % |
| Forzani Group Ltd. | actions ordinaires | 12,50 % |
| Kinross Gold Corp | actions ordinaires | 7,67 % |
| Martinrea International Inc. | actions ordinaires | 15,66 % |
| Nortel Networks Corp. | actions ordinaires | 3,34 % |
| Research In Motion Ltd | actions ordinaires | 13,59 % |
| RONA Inc | actions ordinaires | 5,58 % |
| Stantec Inc | actions ordinaires | 8,20 % |
| Western Oil Sands Inc, cat. A | actions ordinaires | 9,25 % |

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

Faits saillants financiers

Les tableaux qui suivent présentent les principales informations financières concernant la Fiducie et ont pour objet d'aider le lecteur à comprendre ses résultats financiers pour le semestre terminé le 30 juin 2007, les exercices terminés les 31 décembre 2006, 2005 et la période du 30 juin au 31 décembre 2004.

Valeur liquidative par part de la Fiducie

| | Semestre terminé le 30 juin | Exercices terminés les 31 décembre | | Période du 30 juin au 31 décembre |
|--|--|---|-------------|--|
| | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 |
| Valeur liquidative au début de la période . . . | 23,07 \$ | 22,47 \$ | 23,89 \$ | 23,75 \$ |
| Ajustement d'ouverture dû au passage des cours de clôture ou aux cours acheteurs (note 2) | (0,10) | — | — | — |
| Augmentation (diminution) liée aux activités : | | | | |
| Total des revenus | — | 0,01 | — | 0,05 |
| Total des charges | (0,22) | (0,41) | (0,46) | (0,22) |
| Gains réalisés (pertes) pour la période | 1,65 | 1,25 | 0,52 | — |
| Gains non réalisés (pertes) pour la période | (0,43) | 1,29 | 0,24 | 1,52 |
| Augmentation (diminution) totale liée aux activités¹⁾ | 1,00 | 2,14 | 0,30 | 1,36 |
| Distributions : | | | | |
| Revenu de placement (sauf les dividendes) | — | — | — | — |
| Gains en capital | — | — | — | — |
| Remboursement de capital | — | 1,75 | 1,75 | 0,875 |
| Distributions annuelles totales ²⁾ | 0,88 | 1,75 | 1,75 | 0,875 |
| Valeur liquidative à la fin de la période . . . | 23,17 \$ | 23,07 \$ | 22,47 \$ | 23,89 \$ |

- 1) La valeur liquidative et les distributions sont fonction du nombre réel de parts en circulation au moment considéré. L'augmentation ou la diminution liée aux activités est fonction du nombre moyen pondéré de parts en circulation au cours de la période.
- 2) Les distributions ont été versées en numéraire. La nature des distributions pour le semestre terminé le 30 juin 2007 sera déterminée à la fin de l'exercice.
- 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 | Exercices terminés les 31 décembre | | Période du 30 juin au 31 décembre |
|---|-----------------------------------|---------------------------------------|-----------|---|
| | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 |
| Actif net (en milliers de dollars) ¹⁾ | 62 622 \$ | 65 587 \$ | 70 702 \$ | 77 173 \$ |
| Nombre de parts en circulation ¹⁾ | 2 703 000 | 2 843 300 | 3 146 200 | 3 230 000 |
| Ratio des frais de gestion ²⁾ | 6,92 % | 7,27 % | 11,75 % | 18,02 % |
| Ratio des frais de gestion avant renoncations ou prises en charge | 6,92 % | 7,27 % | 11,75 % | 18,02 % |
| Taux de rotation du portefeuille ³⁾ | 23,61 % | 10,61 % | 62,33 % | 0,00 % |
| Ratio des frais d'opérations ⁴⁾ | 0,00 % | 0,00 % | 0,00 % | 0,02 % |
| Cours de clôture ou valeur liquidative aux fins des opérations – à la fin de la période | 23,17 \$ | 20,56 \$ | 20,50 \$ | 26,40 \$ |

- 1) Données arrêtées 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 tient compte non seulement des charges de la Fiducie et du Fonds, mais également des charges estimatives auxquelles étaient assujettis les fonds de couverture sous-jacents. Le ratio des frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents détenus par le Fonds et les charges du Fonds incluses dans les ratios ci-dessus pour le semestre terminé le 30 juin 2007 et l'exercice terminé le 31 décembre 2006, ont entraîné une augmentation de 5,57 % et de 5,47 % respectivement du ratio des frais de gestion de la Fiducie (9,80 % en 2005 et 9,66 % en 2004). Ce ratio annualisé a été calculé à partir du total des charges indiqué dans les états financiers annuels vérifiés des fonds sous-jacents pour les exercices terminés respectivement les 31 décembre 2005 et 2004. Ces états financiers correspondent aux informations vérifiées les plus récentes qui soient disponibles. Les frais et les estimations pour les fonds de couverture ayant une fin d'exercice autre que le 31 décembre ont été établis au prorata selon le pourcentage du fonds de couverture détenu par le Fonds à la fin de la période. Les primes de rendement versées par les fonds de couverture sous-jacents peuvent varier considérablement d'une période à l'autre selon les conditions du marché, la stratégie de placement, la performance du gestionnaire et le moment des rachats. Par conséquent, les ratios de frais de gestion des fonds de couverture sous-jacents pour l'exercice précédent peuvent différer sensiblement des frais de gestion réellement engagés par ceux-ci pour la période en cours.
- 3) Le taux de rotation du portefeuille de la Fiducie indique dans quelle mesure le conseiller en placement gère activement les placements de la Fiducie. Un taux de rotation de 100 % signifie que la Fiducie achète et vend tous les titres de son portefeuille une fois au cours de la période. Plus le taux de rotation au cours d'une période est élevé, plus les frais d'opération payables par un fonds sont élevés et plus il est probable qu'un porteur réalisera des gains en capital impossibles. Il n'y a pas nécessairement de lien entre un taux de rotation élevé et le rendement du Fonds.
- 4) Le ratio des frais d'opération représente le total des commissions et des autres coûts d'opérations de portefeuille et est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative moyenne mensuelle au cours de la période.

Rendements passés

Information d'ordre général

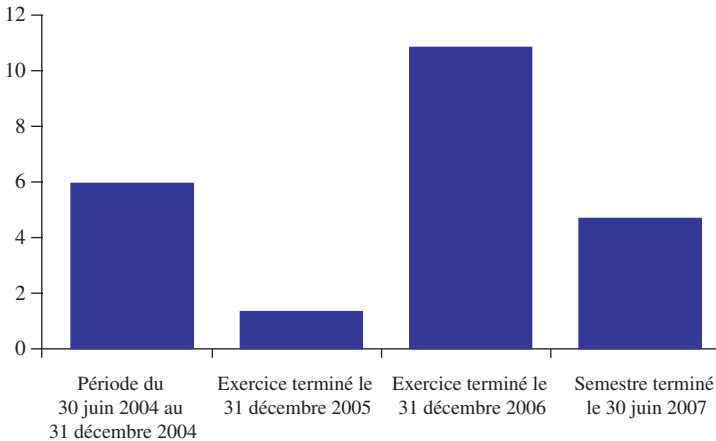
Veillez prendre note des éléments ci-après relativement à l'information de la rubrique « Rendement passé » du présent rapport :

- L'information portant sur le rendement suppose que toutes les distributions faites par la Fiducie pour les périodes indiquées ont été réinvesties dans d'autres parts de la Fiducie;
- L'information portant sur le rendement ne tient pas compte des frais de vente ou de distribution qui auraient réduit le rendement;
- Le rendement passé de la Fiducie n'est pas nécessairement représentatif de son rendement futur.

Rendements annuels

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

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



Honoraires de gestion et opérations entre apparentés

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

La Fiducie verse également au gérant des frais de service qui correspondent à 0,30 % par an de l'actif net de la Fiducie. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et calculés à la date de la dernière évaluation de chaque trimestre. Le gérant paie aux courtiers en valeurs inscrits des frais de service pour les services qu'ils offrent aux porteurs de parts, y compris les conseils en placement et les relevés de compte, en fonction du nombre de parts que détiennent les clients de ces courtiers à la fin du trimestre visé. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, les frais de gestion et de service se sont établis respectivement à 51 011 \$ et à 101 553 \$. Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2007 s'établissaient à 25 257 \$ et à 51 283 \$, respectivement. (Les frais de gestion et de service à payer par la Fiducie au 30 juin 2006 s'établissaient à 51 872 \$ et à 101 988 \$, respectivement.)

Autres frais

La Fiducie paie au cocontractant du contrat à terme des frais d'opération à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens; ces frais varient selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires. Ils sont calculés et payés trimestriellement à terme échu.

Valeur liquidative et prix par part

La valeur du portefeuille de fonds de couverture subit l'influence de facteurs qui sont indépendants de la volonté du conseiller en placement, du gérant et de la Fiducie. Le processus d'établissement de la valeur des placements à l'égard desquels aucun cours du marché n'est publié repose sur la valeur définitive ou provisoire des fonds de couverture indiquée par leur gestionnaire et l'entité chargée de leur administration. Ces valeurs sont présentées déduction faite des frais de gestion et des frais susceptibles d'être imputés aux fonds de couverture sous-jacents.

La valeur liquidative par part de la Fiducie est calculée et présentée mensuellement. Au cours du semestre terminé le 30 juin 2007, la valeur liquidative par part de la Fiducie a varié entre 23,17 \$ et 23,65 \$, compte tenu des distributions (entre 22,23 \$ et 22,91 \$ par part au cours du semestre terminé le 30 juin 2006).

La valeur marchande des parts de la Fiducie est fonction des opérations effectuées par les acheteurs et les vendeurs sur le marché. Durant le semestre terminé le 30 juin 2007, le cours de clôture quotidien des parts a fluctué entre 20,65 \$ et 23,00 \$ (entre 19,50 \$ et 21,51 \$ au cours du semestre terminé le 30 juin 2006).

Distributions

Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, des distributions totalisant 0,875 \$ par part, soit 2 395 444 \$ au total, ont été déclarées (0,875 \$ par part, soit 2 650 550 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2006). 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 qu'elle verse, et le gérant continuera de surveiller toute modification apportée à ces lois à mesure qu'elles surviennent.

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

Historique des distributions

| <u>Date de clôture des registres</u> | <u>Date de versement</u> | <u>Nature des distributions à des fins fiscales</u> | <u>Montant par part</u> |
|--------------------------------------|--------------------------|---|-------------------------|
| 30 septembre 2004 | 15 octobre 2004 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 décembre 2004 | 14 janvier 2005 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 mars 2005 | 15 avril 2005 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 30 juin 2005 | 15 juillet 2005 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 30 septembre 2005 | 14 octobre 2005 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 décembre 2005 | 13 janvier 2006 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 mars 2006 | 13 avril 2005 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 30 juin 2006 | 14 juillet 2006 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 30 septembre 2006 | 13 octobre 2006 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 décembre 2006 | 15 janvier 2007 | Remboursement de capital | 0,4375 \$ |
| 31 mars 2007 | 13 avril 2007 | À déterminer | 0,4375 \$ |
| 30 juin 2007 | 13 juillet 2007 | À déterminer | 0,4375 \$ |

Rachat aux fins d'annulation

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

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

Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, la Fiducie a racheté 140 300 parts pour un coût total de 3 056 935 \$ (155 300 parts pour le semestre terminé le 30 juin 2006) aux fins d'annulation en vertu de ce programme.

RESPONSABILITÉ DE LA DIRECTION

Les états financiers ci-joints ont été préparés par Northwater Fund Management Inc., gérant de la Fiducie (le « gérant »), et approuvés par le conseil d'administration de celle-ci. La responsabilité des renseignements et des énoncés contenus dans ces états financiers et dans les autres parties du rapport semestriel incombe au gérant.

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



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

Northwater Fund Management Inc.



SHAUNA CASSIDY, CFA
Vice-présidente

Northwater Fund Management Inc.

Le 20 août 2007

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'actif net (non vérifiés)

| | <u>30 juin 2007</u> | <u>31 décembre 2006</u> |
|--|-------------------------|-----------------------------|
| Actif | | |
| Trésorerie (coût : 2007 – 4 553 218 \$; 2006 – 1 208 149 \$) | 4 553 218 \$ | 1 211 636 \$ |
| Actions ordinaires à la juste valeur (note 3) (coût : 2007 – 52 224 756 \$; 2006 – 57 164 521 \$) | 76 867 727 | 77 760 371 |
| | <u>81 420 945</u> | <u>78 972 007</u> |
| Passif | | |
| Perte non réalisée sur le contrat à terme (note 6) | 17 493 082 | 12 001 389 |
| Honoraires de vérification, frais juridiques et droits de garde à payer | 30 222 | 40 507 |
| Frais de service à payer (note 7) | 51 283 | 53 024 |
| Frais de gestion et frais de conseil à payer (note 7) | 25 257 | 26 336 |
| Honoraires du comité consultatif à payer | 16 591 | 20 276 |
| Frais de financement du contrat à terme à payer | 70 | — |
| Distribution à payer (note 9) | <u>1 182 563</u> | <u>1 243 944</u> |
| | <u>18 799 068</u> | <u>13 385 476</u> |
| Actif net | <u>62 621 877 \$</u> | <u>65 586 531 \$</u> |
| Actif net et capitaux propres (note 5) | | |
| Capital social | 63 703 686 \$ | 67 010 243 \$ |
| Bénéfices non répartis (déficit) | (1 081 809) | (1 423 712) |
| Total | <u>62 621 877 \$</u> | <u>65 586 531 \$</u> |
| Nombre de parts en circulation (note 5) | <u>2 703 000</u> | <u>2 843 300</u> |
| Valeur liquidative par part | <u>23,17 \$</u> | <u>23,07 \$</u> |

Signé au nom du fiduciaire,
Northwater Fund Management Inc.

Par : 

Par : 

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des résultats (non vérifiés)

| | Semestres terminés les 30 juin | |
|--|-----------------------------------|---------------------------------|
| | 2007 | 2006 (Retraités – note 2) |
| Revenu de placement | | |
| Autres intérêts créditeurs | 13 161 \$ | 5 195 \$ |
| | <u>13 161</u> | <u>5 195</u> |
| Charges | | |
| Frais de service (note 7) | 101 553 | 101 988 |
| Frais de financement du contrat à terme (note 7) | 311 271 | 379 470 |
| Frais de gestion (note 7) | 51 011 | 51 872 |
| Honoraires de vérification | 38 390 | 40 417 |
| Honoraires du comité consultatif | 3 694 | 10 000 |
| Droits de garde | 10 034 | 7 274 |
| Frais juridiques | 10 222 | 11 102 |
| Frais d'information aux porteurs de titres | 55 203 | 11 934 |
| Intérêts et commissions de garantie | 5 520 | 12 950 |
| Coûts de transactions | 2 053 | — |
| | <u>588 951</u> | <u>627 007</u> |
| Perte nette de placement | <u>(575 790)</u> | <u>(621 812)</u> |
| Gain réalisé et non réalisé (perte) sur les placements | | |
| Gain net réalisé (perte) sur : | | |
| actions ordinaires | 4 508 087 | 138 708 |
| contrat à terme (note 6) | — | 196 |
| Variation de la plus-value (moins-value) non réalisée des : | | |
| actions ordinaires | 4 305 832 | 4 993 459 |
| contrat à terme (note 6) | <u>(5 491 693)</u> | <u>(2 808 850)</u> |
| Gain net réalisé et non réalisé sur les placements pour la période | <u>3 322 226</u> | <u>2 323 513</u> |
| Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période | <u>2 746 436 \$</u> | <u>1 701 701 \$</u> |
| Augmentation de l'actif net liée aux activités, par part pour la période* | <u>1,00 \$</u> | <u>0,56 \$</u> |

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

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États de l'évolution de l'actif net (non vérifiés)

| | Semestres terminés les 30 juin | |
|--|-----------------------------------|---------------------------------|
| | 2007 | 2006 (Retraités – note 2) |
| Actif net au début de la période | 65 586 531 \$ | 70 701 618 \$ |
| Ajustement d'ouverture dû au passage des cours de clôture ou aux cours acheteurs (note 2) | (258 711) | — |
| Augmentation de l'actif net liée aux activités pour la période | 2 746 436 | 1 701 701 |
| Opérations sur parts (note 5) | | |
| Parts rachetées pour annulation | (3 056 935) | (3 278 570) |
| | (3 056 935) | (3 278 570) |
| Distributions aux porteurs de parts (note 9) | (2 395 444) | (2 650 550) |
| | (2 395 444) | (2 650 550) |
| Actif net à la fin de la période | 62 621 877 \$ | 66 474 199 \$ |

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

États des flux de trésorerie (non vérifiés)

| | Semestres terminés les 30 juin | |
|---|-----------------------------------|-------------------------|
| | 2007 | 2006 |
| | | (Retraités – note 2) |
| Flux de trésorerie liés aux activités d'exploitation | | |
| Augmentation de l'actif net liée aux activités | 2 746 436 \$ | 1 701 701 \$ |
| Éléments hors trésorerie : | | |
| Variation de la (plus-value) non réalisée des placements en actions ordinaires | (4 305 832) | (4 993 459) |
| Variation de la perte non réalisée sur les contrats de change à terme | 5 491 693 | 2 808 850 |
| (Gain) réalisé sur les actions ordinaires | (4 508 087) | (138 708) |
| Variation des éléments hors trésorerie du fonds de roulement : | | |
| Variation des comptes créditeurs | (16 720) | 202 016 |
| Achat d'actions ordinaires | (11 603 581) | (2 810 059) |
| Produit de la vente des actions ordinaires | 21 051 433 | 7 578 804 |
| | <u>8 855 342</u> | <u>4 349 145</u> |
| Flux de trésorerie liés aux activités de financement | | |
| Avance sur prêt | — | (207 232) |
| Rachat de parts de la fiducie | (3 056 935) | (3 278 570) |
| Distribution versée aux porteurs de parts de la fiducie | (2 456 825) | (2 650 550) |
| | <u>(5 513 760)</u> | <u>(6 136 352)</u> |
| Augmentation (diminution) nette de la trésorerie | <u>3 341 582</u> | <u>(1 787 207)</u> |
| Trésorerie au début de la période | <u>1 211 636</u> | <u>2 902 330</u> |
| Trésorerie à la fin de la période | <u>4 553 218 \$</u> | <u>1 115 123 \$</u> |
| Information supplémentaire : | | |
| Intérêts versés | 5 520 \$ | — \$ |

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

État du portefeuille de placements (non vérifié)

30 juin 2007

| | <u>Date d'échéance</u> | <u>Nbre d'actions/ valeur nominale</u> | <u>Coût</u> | <u>Juste valeur</u> | <u>Pourcentage du portefeuille</u> |
|--|----------------------------|--|-------------------|-------------------------|--|
| Portefeuille d'actions ordinaires | | | | | |
| Angiotech Pharmaceuticals Inc | | 176 705 | 3 968 072 \$ | 1 334 123 \$ | 1,64 % |
| Axcan Pharma Inc | | 274 492 | 4 325 994 | 5 635 321 | 6,92 % |
| Bombardier Inc B | | 1 778 341 | 4 623 687 | 11 328 032 | 13,91 % |
| Celestica Inc | | 280 445 | 2 810 059 | 1 862 155 | 2,29 % |
| Groupe CGI Inc. | | 472 111 | 4 669 178 | 5 637 005 | 6,92 % |
| Cognos Inc | | 85 800 | 3 970 077 | 3 618 186 | 4,44 % |
| Forzani Group Ltd. | | 335 744 | 4 028 928 | 7 826 193 | 9,61 % |
| Kinross Gold Corp | | 387 882 | 3 048 753 | 4 805 858 | 5,90 % |
| Martinrea International Inc. | | 593 833 | 3 782 716 | 9 804 183 | 12,04 % |
| Nortel Networks Corp | | 81 661 | 3 330 238 | 2 088 888 | 2,57 % |
| Research In Motion Ltd | | 39 895 | 3 509 025 | 8 508 806 | 10,45 % |
| RONA Inc | | 157 366 | 2 340 464 | 3 493 525 | 4,29 % |
| Stantec Inc. | | 147 315 | 4 662 520 | 5 135 401 | 6,31 % |
| Western Oil Sands Inc, cat. A | | 163 192 | 3 155 045 | 5 790 051 | 7,12 % |
| Portefeuille d'actions ordinaires | | | <u>52 224 756</u> | <u>\$ 76 867 727</u> | <u>94,41 %</u> |
| Trésorerie | | | <u>4 553 218</u> | <u>4 553 218</u> | <u>5,59 %</u> |
| Total des placements | | | | <u>81 420 945</u> | <u>100,00 %</u> |
| Autres éléments d'actif net | | | | <u>(18 799 068)</u> | |
| Actif net et capitaux propres | | | | <u>62 621 877</u> | |

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

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

Notes afférentes aux états financiers (non vérifiées)

Semestres terminés les 30 juin 2007 et 2006

1. Établissement et activités de la Fiducie

Northwater Five-Year Market-Neutral Trust (la « Fiducie ») est une fiducie de placement à capital fixe établie en vertu des lois de la province d'Ontario par une convention de fiducie conclue le 18 juin 2004. Northwater Fund Management Inc. agit à titre de fiduciaire. Northwater Fund Management Inc. (le « gérant ») est le fiduciaire de la Fiducie et la Fiducie RBC Dexia Services aux Investisseurs (« RBC Dexia ») en est le dépositaire. La Fiducie est entrée en activité le 30 juin 2004 à l'issue de son premier appel public à l'épargne. Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited (le « Fonds ») a commencé ses activités le 30 juin 2004. La Fiducie a émis des parts additionnelles le 31 décembre 2004 au moyen d'un reclassement de parts. Les parts de la Fiducie sont inscrites à la Bourse de Toronto sous le symbole NYF.UN. La Fiducie sera liquidée le 30 juin 2009 ou vers cette date (la « date de liquidation ») et son actif net sera alors distribué au prorata aux porteurs de parts, à moins qu'une autre date de liquidation plus éloignée ne soit approuvée à la majorité des deux tiers des porteurs de parts à une assemblée convoquée à cette fin.

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

2. Principales conventions comptables

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

Adoption de nouvelles normes comptables

i) NOC-15 – Consolidation des entités à détenteurs de droits variables

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

La Fiducie a adopté par anticipation cette modification et les états financiers du semestre terminé le 30 juin 2007 ont été préparés conformément à la norme révisée. La modification a été appliquée rétroactivement, avec retraitement des périodes précédentes. Par conséquent, les comptes de Northwater Five-Year Market-Neutral Fund Limited n'ont pas été consolidés dans les présents états financiers. La Fiducie ne détient aucune participation dans le Fonds, mais reste exposée à la plupart des risques et des avantages économiques de celui-ci à travers le contrat à terme.

ii) Chapitre 3855 – Instruments financiers – comptabilisation et évaluation

Le 1^{er} avril 2005, l'Institut canadien des comptables agréés (« ICCA ») a publié le chapitre 3855, « Instruments financiers – comptabilisation et évaluation » du Manuel de l'ICCA – comptabilité (le « chapitre 3855 »), qui établit des normes pour la juste évaluation des placements ainsi que le traitement comptable des frais de transaction. Les recommandations du chapitre 3855 s'appliquent aux exercices ouverts à compter du 1^{er} octobre 2006.

De plus, la partie 14.2 du Règlement 81-106, publié en 2005 par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, exige que la valeur liquidative quotidienne d'un fonds d'investissement soit calculée conformément aux principes comptables généralement reconnus (« PCGR ») du Canada.

En ce qui a trait à l'application des recommandations du chapitre 3855, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont accordé aux fonds d'investissement une dispense provisoire de conformité aux exigences du chapitre 3855 en ce qui concerne le calcul et la présentation de la valeur liquidative (à d'autres fins que la présentation de l'information financière) pour une durée maximale d'un an prenant fin le 30 septembre 2007. Cette dispense doit permettre un examen plus approfondi du bien-fondé de cette nouvelle exigence pour le calcul du prix d'achat et de rachat des parts d'un fonds d'investissement (la « valeur liquidative aux fins des opérations »). La méthode de calcul de la valeur d'actif net conformément au chapitre 3855 pourrait ainsi, selon l'issue de cet examen effectué par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, changer la valeur liquidative aux fins des opérations des fonds d'investissement.

Selon la décision des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un rapprochement de la valeur liquidative aux fins des opérations et de la valeur d'actif net calculée selon le chapitre 3855 (la « valeur liquidative selon les PCGR ») du fonds d'investissement doit être présenté dans les notes afférentes aux états financiers.

La nouvelle norme a été appliquée de manière prospective (sans retraitement des périodes précédentes). Par conséquent, la valeur de l'actif net à l'ouverture a été ajustée en fonction des recommandations du nouveau chapitre du Manuel. L'application du chapitre 3855 a entraîné un changement dans la méthode d'évaluation des actions ordinaires dans les états financiers de la Fiducie. Auparavant, celles-ci étaient évaluées au cours de clôture à la date d'évaluation.

Ci-dessous les conventions comptables adoptées par la Fiducie dans le cadre de l'application du chapitre 3855 :

a) Trésorerie

La trésorerie consiste en des dépôts dans des comptes à intérêts. Les intérêts créditeurs sont comptabilisés mensuellement.

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 »), au dernier cours acheteur.

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

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

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 charges libellés en devises sont convertis en dollars canadiens au taux de change moyen de l'exercice. Les gains et les pertes de change non réalisés découlant de la conversion sont constatés dans les coûts de change.

d) Utilisation d'estimations

Pour préparer les états financiers conformément aux principes comptables généralement reconnus du Canada, la Fiducie doit faire des estimations et élaborer des hypothèses qui influent sur les montants d'actif et de passif présentés à la date des états financiers, ainsi que sur les montants des produits et des charges présentés pour la période visée. Les résultats réels peuvent différer de ces estimations.

e) Frais de transaction

Conformément aux recommandations du chapitre 3855, les frais de transaction sont passés en charge et inscrits à l'état des résultats. Les frais de transaction sont des coûts supplémentaires directement attribuables à l'acquisition, à l'émission ou à la liquidation d'un placement.

f) Chiffres correspondants

Certains chiffres correspondants de 2006 ont été reclassés selon la présentation adoptée pour les états financiers de 2007.

3. Placements en actions ordinaires

Le tableau suivant résume les opérations de placement effectuées au cours des semestres terminés les 30 juin 2007 et 2006 :

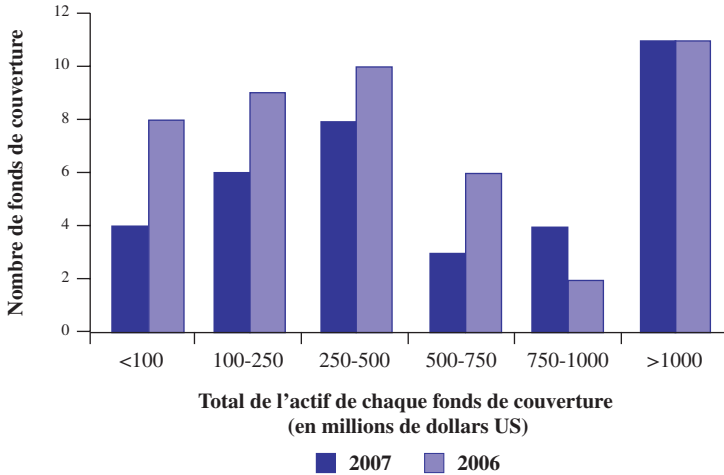
| | Semestre terminé le 30 juin 2007 | Semestre terminé le 30 juin 2006 |
|---|---|---|
| Actions ordinaires au coût – au début de la période | 57 164 521 \$ | 65 441 552 \$ |
| Coût des actions ordinaires acquises | 11 603 581 | 2 810 059 |
| Coût des actions ordinaires vendues | <u>(16 543 346)</u> | <u>(7 440 096)</u> |
| Actions ordinaires au coût – à la fin de la période | 52 224 756 | 60 811 515 |
| Moins-value non réalisée des actions ordinaires | <u>24 642 971</u> | <u>6 266 968</u> |
| Valeur marchande des actions ordinaires – à la fin de la période | 76 867 727 \$ | 67 078 483 \$ |
| Produit de la vente d'actions ordinaires | 21 051 433 \$ | 7 578 804 \$ |
| Coût des actions ordinaires vendues | <u>(16 543 346)</u> | <u>(7 440 096)</u> |
| Gain net réalisé sur les actions ordinaires | <u>4 508 087 \$</u> | <u>138 708 \$</u> |

En plus des swaps de taux d'intérêt (note 4) et des contrats de change à terme (note 6), la Fiducie peut également avoir été exposée à des instruments dérivés aux 30 juin 2007 et 2006 par l'entremise de ses placements directs dans des fonds de couverture à stratégie neutre. Le risque de perte est néanmoins limité à la valeur des placements dans ces fonds.

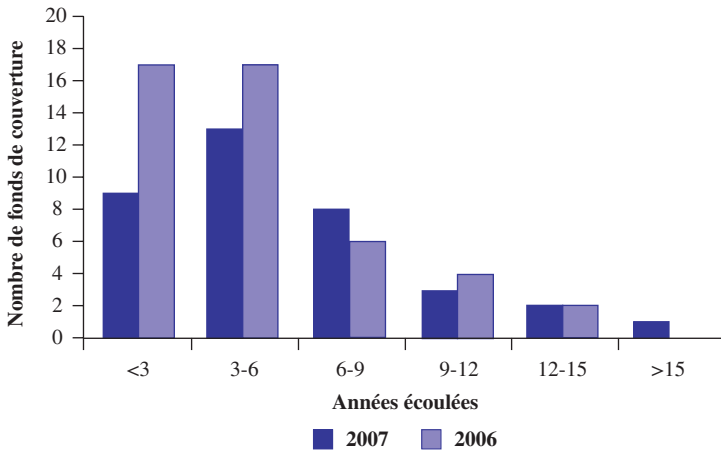
Le tableau suivant présente des renseignements sur le portefeuille de fonds de couverture détenu par le Fonds et auquel la Fiducie est exposée au moyen du contrat à terme. Les fonds multistratégies n'ont été attribués à aucune des stratégies des fonds de couverture sous-jacents présentés dans ce tableau.

| Stratégie | 30 juin 2007 | | | 31 décembre 2006 | | |
|---|----------------------|-------------------------------------|--------------|-------------------------|-------------------------------------|--------------|
| | Nbre de fonds | Juste valeur (en dollars US) | | Nbre de fonds | Juste valeur (en dollars US) | |
| Activiste | 1 | 2 858 724 \$ | 4 % | 1 | 2 587 354 \$ | 3 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances mobilières | 4 | 8 234 509 | 10 % | 5 | 9 291 026 | 12 % |
| Arbitrage sur structure du capital | — | — | — | 1 | 849 904 | 1 % |
| Arbitrage sur titres en difficulté .. | 5 | 9 514 392 | 12 % | 5 | 8 701 946 | 11 % |
| Valeur relative du secteur de l'énergie | — | — | — | 1 | 1 160 011 | 1 % |
| Arbitrage de produits de taux | 3 | 5 946 785 | 8 % | 2 | 4 807 792 | 6 % |
| Arbitrage sur fusions-acquisitions | 1 | 1 227 100 | 2 % | 1 | 2 071 410 | 3 % |
| Arbitrage sur titres adossés à des créances hypothécaires | 4 | 13 619 148 | 17 % | 4 | 12 828 580 | 17 % |
| Multistratégies | 6 | 18 875 957 | 24 % | 8 | 20 139 742 | 26 % |
| Arbitrage sur réassurance | 2 | 3 249 067 | 4 % | 2 | 3 092 212 | 4 % |
| Arbitrage statistique | 3 | 4 402 341 | 6 % | 2 | 2 254 373 | 3 % |
| Arbitrage sur financement structuré | 7 | 9 902 774 | 13 % | 8 | 10 500 011 | 13 % |
| | 36 | 77 830 797 \$ | 100 % | 40 | 78 284 361 \$ | 100 % |

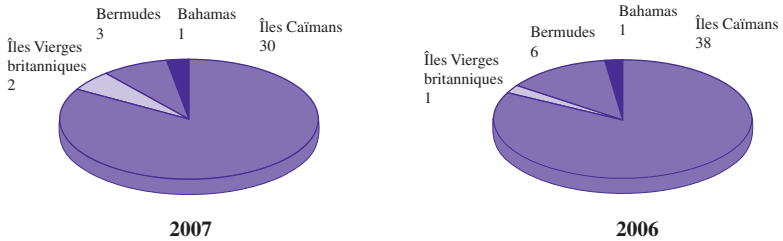
Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 2007 et 2006. Les fonds de couverture sont classés selon leur importance.



Le graphique suivant présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds aux 30 juin 2007 et 2006. Les fonds de couverture sont classés selon les années écoulées depuis leur date d'établissement.



Le graphique ci-après présente le nombre de fonds de couverture détenus par le Fonds par domiciliation aux 30 juin 2007 et 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 4,37 %. Par conséquent, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient diminuer (ou augmenter) de 1 %, la valeur du Fonds augmenterait (ou diminuerait) d'environ 1,5 %.

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.

Le montant notionnel des swaps de taux d'intérêt s'élevait à 63 657 000 \$ CA au 30 juin 2007 et la date d'échéance est le 30 juin 2009 (66 963 300 \$ CA au 31 décembre 2006; date d'échéance au 30 juin 2009).

5. Capitaux propres

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

Conformément à l'acte de fiducie, la Fiducie est tenue d'acheter des parts jusqu'à concurrence de 2,5 % des parts en circulation par trimestre si le prix des parts sur le marché est inférieur à 95,0 % de la valeur liquidative par part à la fermeture des bureaux à la date d'évaluation précédente. De plus, la Fiducie est autorisée à acheter des parts quand la valeur des parts destinées à la vente est inférieure à leur valeur liquidative. Dans le cadre d'une offre publique de rachat dans le cours normal de ses activités et conformément à son obligation trimestrielle visant à soutenir le cours des parts, la Fiducie a racheté, aux fins d'annulation, 140 300 parts, pour un total de 3 056 935 \$, au cours du semestre terminé le 30 juin 2007 (155 300 parts pendant le semestre terminé le 30 juin 2006).

Les capitaux propres se composent du capital social et des bénéfices non répartis. Les tableaux suivants présentent les opérations portant sur le capital social et les bénéfices non répartis (le déficit) effectuées au cours des semestres terminés les 30 juin 2007 et 2006 :

| Semestre terminé le 30 juin 2007 | Parts en circulation | Capital social | Bénéfices non répartis (déficit) | Capitaux propres |
|---|---------------------------------|---------------------------|---|-----------------------------|
| Solde au 31 décembre 2006 | 2 843 300 | 67 010 243 \$ | (1 423 712) \$ | 65 586 531 \$ |
| Ajustement dû au passage des cours de clôture ou aux cours acheteurs (note 2) | | | (258 711) | (258 711) |
| Augmentation (diminution) de l'actif net liée aux activités pour la période | | | 2 746 436 | 2 746 436 |
| Parts émises au cours de la période | — | — | — | — |
| Parts annulées au cours de la période | (140 300) | (3 306 557) | 249 622 | (3 056 935) |
| Distributions | | | (2 395 444) | (2 395 444) |
| Solde au 30 juin 2007 | <u>2 703 000</u> | <u>63 703 686 \$</u> | <u>(1 081 809) \$</u> | <u>62 621 877 \$</u> |

| 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 la période | | | 1 701 701 | 1 701 701 |
| Parts annulées au cours de la période | (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> |

6. Contrat à terme de gré à gré

La Fiducie a conclu un contrat à terme (le « contrat à terme ») avec une banque américaine (le « cocontractant ») afin de tirer avantage d'un portefeuille diversifié de fonds de couverture à stratégie neutre (le « portefeuille de fonds de couverture ») et d'un swap de taux d'intérêt grâce au rendement du Fonds, société exonérée établie aux îles Caïmans. L'exposition cible au portefeuille de fonds de couverture est équivalente à 150 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie. L'exposition réelle au 30 juin 2007 s'établissait à 134 % (143 % au 31 décembre 2006). La Fiducie a acquis le portefeuille d'actions ordinaires qui est inscrit à l'état des titres en portefeuille et l'a cédé en garantie au cocontractant. La Fiducie a convenu de céder au cocontractant le portefeuille d'actions ordinaires, à la date de liquidation ou vers cette date, en échange du produit du rachat du Fonds, déduction faite du levier financier assumé par le cocontractant afin de fournir le rendement du Fonds, et des coûts afférents au levier. Ainsi, la valeur du contrat à terme est établie selon la variation de la valeur du Fonds et du portefeuille d'actions ordinaires.

La valeur nominale du contrat à terme s'établissait à 34 551 740 \$ US et à 46 352 081 \$ CA au 30 juin 2007 (26 510 645 \$ US et 53 894 915 \$ CA au 31 décembre 2006). Pendant le semestre terminé le 30 juin 2007, le cocontractant a racheté 475 actions participatives du Fonds pour 6 697 971 \$ CA (5 897 447 \$ US) et il a versé 4 796 074 \$ CA à la Fiducie par suite d'une réduction de la valeur notionnelle du contrat à terme, en contrepartie d'un règlement partiel du portefeuille d'actions ordinaires.

La solvabilité du cocontractant a été examinée avant l'opération et est passée en revue régulièrement conformément aux normes de crédit établies par le gérant. Au 30 juin 2007, la notation du cocontractant était AA. La Fiducie peut recevoir des sommes du cocontractant à l'échéance du contrat à terme. En vertu des modalités du contrat à terme, la Fiducie peut résilier le contrat si la notation du cocontractant diminue en deçà d'un certain seuil.

La Fiducie, par son exposition au swap de taux d'intérêt dans le Fonds, s'expose aux variations des taux d'intérêt à moyen terme. À titre d'exemple, si les taux d'intérêt à moyen terme devaient baisser (augmenter) de 1 %, la valeur de la Fiducie augmenterait (diminuerait) d'environ 1,5 %. La date d'échéance du swap de taux d'intérêt est le 30 juin 2009.

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

La Fiducie a retenu les services du gérant aux termes d'une entente de gestion datée du 18 juin 2004. Northwater Capital Management Inc. (le « conseiller en placement »), société constituée en vertu des lois de la province d'Ontario au Canada, agit à titre de conseiller de la Fiducie. Le conseiller en placement est enregistré au Canada comme conseiller dans les catégories « conseiller en placement » et « gestionnaire de portefeuille », comme courtier dans la catégorie « courtier sur le marché des valeurs dispensées » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée, et comme conseiller dans la catégorie « gestionnaire d'opérations sur marchandises » en vertu de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* (Ontario), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est enregistré comme conseiller en valeurs en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec), telle qu'elle a été modifiée. Le conseiller est également inscrit dans les provinces canadiennes du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard, de la Nouvelle-Écosse, de la Saskatchewan, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en vertu de la législation en vigueur dans chacune de ces provinces. Il est également inscrit aux États-Unis comme conseiller en placement en vertu de la loi intitulée *Investment Advisers Act of 1940*, telle qu'elle a été modifiée, et comme 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. Il est aussi membre de la National Futures Association des États-Unis (la « NFA »).

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

Des frais de service correspondant à 0,30 % par an de l'actif net de la Fiducie sont versés au gérant. Ces frais sont calculés à la dernière date d'évaluation de chaque trimestre. Ils sont reversés en partie aux courtiers en valeurs inscrits, en contrepartie des services qu'ils rendent aux porteurs de parts. Ces frais sont comptabilisés mensuellement et ils sont calculés et payés à la fin de chaque trimestre, à terme échu.

Des frais liés au contrat à terme correspondant à environ 0,55 % par année du montant nominal libellé en dollars américains et 0,90 % par année du montant nominal libellé en dollars canadiens; ces frais varient selon la valeur du portefeuille d'actions ordinaires, sont payables par la Fiducie au

cocontractant du contrat à terme et sont calculés et payés trimestriellement à terme échu. Le coût du levier a été inclus dans l'état des résultats à titre de composante de la valeur du contrat à terme (voir la note 6).

8. Emprunt bancaire

La Fiducie a souscrit une facilité de crédit renouvelable auprès d'une institution financière américaine (la « banque »). Cette facilité lui confère le droit d'emprunter des fonds en dollars canadiens n'excédant pas 6 000 000 \$ ou 10 % de la valeur de l'actif net de la Fiducie, si elle est moins élevée, afin de financer les rachats de parts, les achats de parts sur le marché et le paiement des charges. Les intérêts et les commissions de non-utilisation sont payables mensuellement. Les taux d'intérêt sont établis en fonction du taux préférentiel ou du taux des acceptations bancaires des fonds canadiens, ou des deux. Une sûreté générale sur l'actif de la Fiducie a été cédée à la banque.

L'emprunt bancaire a varié entre zéro et 2 800 000 \$ pendant le semestre terminé le 30 juin 2007 (il avait varié entre zéro et 2 900 000 \$ au cours de l'exercice terminé le 31 décembre 2006).

Le taux d'intérêt moyen payé sur l'emprunt pour l'exercice s'est chiffré à 4,4 %.

9. Distributions

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

Pour le semestre terminé le 30 juin 2007, des distributions totalisant 0,875 \$ par part, soit 2 395 444 \$ au total, ont été déclarées par la Fiducie (0,875 \$ par part, soit 2 650 550 \$ au total, pour le semestre terminé le 30 juin 2006).

10. Impôts sur les bénéfices

Au 31 décembre 2006, la Fiducie constituait une « fiducie de fonds commun de placement » aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (la « Loi de l'impôt »). Dans le calcul de son revenu aux fins de l'impôt, la Fiducie a l'intention de traiter les gains ou pertes à la cession des titres du portefeuille d'actions ordinaires aux termes du contrat à terme comme des gains ou pertes en capital. Étant donné que l'intégralité du revenu net imposable de la Fiducie, y compris les gains nets réalisés tirés de ses placements, est versée ou à verser aux porteurs de parts chaque année civile, celle-ci n'a pas d'impôt à payer en vertu des dispositions

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

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

11. Rapprochement de la valeur liquidative et de l'actif net

Selon la décision des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un rapprochement de la valeur liquidative aux fins des opérations et de la valeur d'actif net calculée selon le chapitre 3855 (la « valeur liquidative selon les PCGR ») du fonds d'investissement doit être présenté dans les notes afférentes aux états financiers.

Le tableau suivant présente un rapprochement entre la valeur liquidative aux fins des opérations au 30 juin 2007 et l'actif net calculé selon le chapitre 3855.

| | <u>Valeur liquidative</u> | <u>Valeur liquidative par part</u> |
|--|---------------------------|------------------------------------|
| Valeur liquidative aux fins des opérations | 62 942 891 \$ | 23,29 \$ |
| Ajustement au titre du chapitre 3855 (note 2) . . | <u>(321 014)</u> | <u>(0,12)</u> |
| Actif net selon l'état de l'actif net | <u>62 621 877 \$</u> | <u>23,17 \$</u> |

12. Indemnités

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

- 1) en priorité devant tout droit du gérant ou des porteurs de parts, une indemnité payable au fiduciaire et à chacun de ses administrateurs, dirigeants, employés et mandataires, autres que le gérant, relativement à toute obligation et à tous frais, charges ou dépenses payés ou engagés pour toute action, poursuite ou procédure judiciaire envisagée ou entreprise, ainsi qu'à tous les autres frais, charges ou dépenses payés ou engagés relativement à l'administration ou à la liquidation de la Fiducie, y compris les taxes, pénalités et intérêts liés à des impôts impayés et toute autre obligation ou charge de quelque nature que ce soit;
- 2) une indemnité payable à l'agent des transferts pour la totalité ou une partie des actions et des poursuites entamées pour cause de pertes, de dommages, de frais, de charges, d'honoraires de conseil, de paiements, de dépenses et de passif qui pourraient découler directement ou indirectement des relations que l'agent entretient avec la Fiducie;
- 3) une indemnité payable au cocontractant pour tout coût et pour toute réclamation, dépense, obligation, demande, dommage, perte, action et procédure de toute sorte découlant du fait qu'il détient le portefeuille d'actions ordinaires;
- 4) une indemnité payable au dépositaire et à ses sociétés affiliées, filiales et mandataires et à leurs administrateurs, dirigeants et employés pour tous les frais juridiques, jugements rendus et montants de règlement versés, découlant réellement et raisonnablement des services de garde et de sous-garde offerts;
- 5) l'indemnité n'est toutefois pas exigible dans les cas de manque de diligence appropriée; 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 relativement aux coûts et charges ou à toute réclamation ou perte résultant de ce qui suit : i) la préparation, l'exécution et la livraison de documents sur la préservation des droits et sur le refinancement, la renégociation ou la restructuration des emprunts et des modifications s'y rapportant, et de formulaires d'autorisation ou de consentement; ii) tout conseil du conseiller quant aux droits et aux devoirs de la banque relativement à l'administration de la facilité de crédit; iii) le manquement de la Fiducie à l'égard de tout document de prêt; iv) toute procédure intentée contre la banque relativement à tout document de prêt qu'elle aurait signé et à l'acquittement de ses obligations;
- 7) une indemnité payable aux vérificateurs de la Fiducie relativement à tout acte frauduleux commis par la Fiducie ou à toute omission frauduleuse de la Fiducie, à toute déclaration fausse ou trompeuse faite par la Fiducie ou à toute défaillance volontaire causée par celle-ci et donnant lieu à une réclamation contre les vérificateurs de la Fiducie et relativement à toute réclamation faite par un tiers contre les vérificateurs de la Fiducie concernant les services offerts à la Fiducie par ses vérificateurs, sauf si une telle réclamation peut avoir résulté de la négligence, de l'inconduite ou du dol intentionnels de la part des vérificateurs de la Fiducie.

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

NORTHWATER CAPITAL MANAGEMENT INC.

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

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

Forte de plus de dix années d'expérience dans la gestion des fonds de couverture, Northwater n'a cessé d'accroître l'actif qu'elle gère jusqu'à un total d'environ 14,7 milliards \$ CA, dont 4,7 milliards \$ US en fonds de couverture au 31 décembre 2006. Depuis le lancement de son premier portefeuille en 1994, Northwater n'a cessé de mettre l'accent sur l'élaboration, l'offre et l'amélioration continue des portefeuilles de fonds de couverture à stratégie neutre.

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 stratégie neutre.
- Northwater Top 75 Income Trusts ^{Plus}, lancée en 2005.

NORTHWATER FIVE-YEAR MARKET-NEUTRAL TRUST

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

GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE

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

CONSEILLER EN PLACEMENT

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

CONSEILLERS JURIDIQUES

McCarthy Tétrault s.r.l.
Suite 4700, Box 48
Toronto Dominion Bank Tower
Toronto, Ontario M5K 1E6

VÉRIFICATEURS

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

POUR OBTENIR D'AUTRES RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :

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

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

Symbole TSE : NYF.UN

Also available in English

