



**VBA SE VOIT ACCORDER UN AUTRE MANDAT DE GESTION D'ACTIONS
À PETITE CAPITALISATION BOURSÈRE**

LA DIVISION DE GESTION D'ACTIONS AMÉRICAINES DE VBA SE VOIT ACCORDER UN AUTRE MANDAT DE GESTION

VBA a le plaisir d'annoncer qu'un autre mandat de gestion a été confié à sa division de gestion de titres américains par une institution prestigieuse basée à Montréal (le Musée des beaux-arts de Montréal). Ce mandat a débuté le 1^{er} mai 2010.

RENDEMENTS DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN

J'ai de nouveau le plaisir de vous annoncer les rendements remarquables de la division de gestion d'actions américaines à petite capitalisation boursière.

Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour les périodes se terminant le 31 mars 2010 se classe :

- dans le 13^e percentile sur neuf ans,
- dans le 12^e percentile sur cinq ans,
- dans le 4^e percentile sur trois ans, et
- dans le 28^e percentile sur un an.

Le tableau ci-dessous indique les rendements du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période terminée le 31 mars 2010, comparativement à ceux de l'indice des titres à petite capitalisation Russell 2000 et de l'indice S&P 500.

**Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain
Taux de rendement totaux annualisés pour les périodes supérieures à un an
(au 31 mars 2010)
(en dollars US)**

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 ans (%)	3 ans (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	8 ans (%)	9 ans (%)	Début 30/juin/2000 (%)
Fonds composé de VBA	11,74	11,74	71,93	11,04	4,63	6,40	8,36	13,56	8,78	11,33	11,82
Indice Russell 2000	8,85	8,85	62,77	0,86	-3,99	-1,61	3,36	10,70	5,09	6,04	4,19
Indice S&P 500	5,39	5,39	49,77	-3,71	-4,17	-0,39	1,92	6,80	2,23	2,01	-0,40
Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000)	2,89	2,89	9,16	10,18	8,62	8,01	5,00	2,86	3,69	5,29	7,63

Note : Van Berkom et Associés Inc., entité inscrite auprès des commissions des valeurs mobilières du Québec, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique à titre de gestionnaire de portefeuille et auprès de la Securities and Exchange Commission (États-Unis) à titre de conseiller en placement, a préparé et présenté ce rapport conformément aux normes de présentation des données du Global Investment Performance Standards (« GIPS ») du CFA Institute. Le CFA Institute n'a pas été engagé dans la préparation ni la révision de ce rapport. Au 31 mars 2010, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain (« Fonds composé de caisses de retraite ») totalisait 336,79 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 76,0 % de l'actif US géré et 33,1 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend huit importantes caisses de retraite. Une liste complète des fonds composés de la firme, accompagnée d'une description de chacun d'eux, est disponible.



RENDEMENTS COMPARATIFS EN REGARD DE CEUX DE L'UNIVERS DES GESTIONNAIRES DE TITRES AMÉRICAINS À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE DU *RUSSELL INVESTMENT GROUP*

Vous trouverez ci-joint les rendements comparatifs du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain en regard de ceux de l'Univers des gestionnaires de titres américains à petite capitalisation boursière du *Russell Investment Group*. Vous trouverez également ci-joint un diagramme comparant le rendement ajusté pour le risque du Fonds composé de caisses de retraite – marché américain à ceux de 177 portefeuilles de placement évalués par *BNY Mellon Asset Servicing*.

COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu de notre performance et les perspectives des actions américaines à petite capitalisation boursière du premier trimestre de 2010.

Si vous désirez de plus amples renseignements sur VBA et la division de gestion d'actions américaines à petite capitalisation boursière, n'hésitez pas à communiquer avec moi en tout temps au (514) 985-5759, poste 223, ou avec Mathieu Sirois, au poste 237 ou par courrier électronique à contact@vbassociates.com. Nous vous invitons également à consulter notre site web à l'adresse suivante : www.vbassociates.com.

Veillez agréer l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le président et chef de la direction,

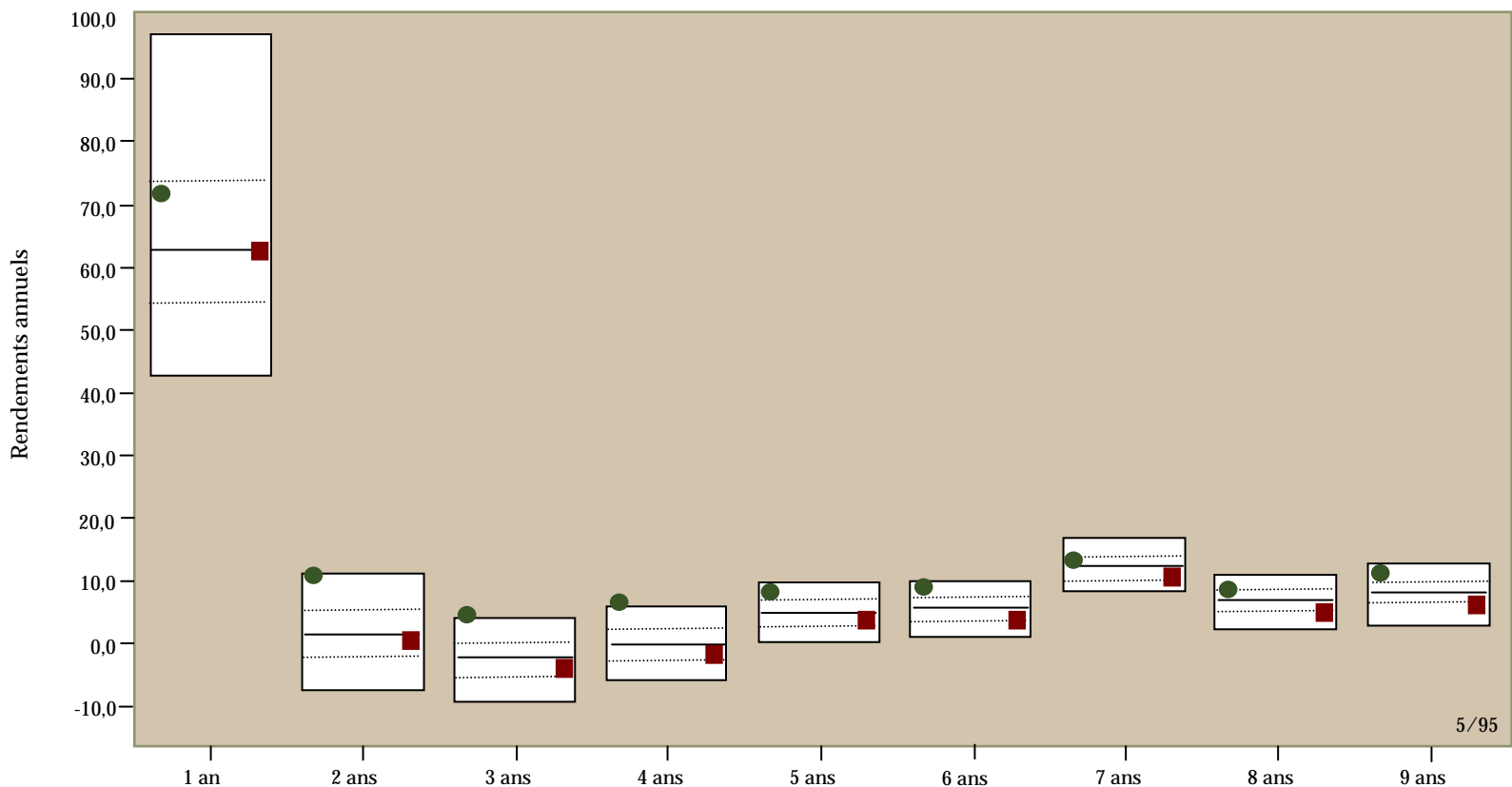
J. Sebastian van Berkom

PERFORMANCE DU FONDS COMPOSÉ DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à petite capitalisation

Taux de rendement pour les périodes se terminant le 31 mars 2010



	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile	Valeur	% tile
● VBA	71,9	28	11,0	6	4,6	4	6,4	4	8,4	12	9,1	10	13,6	32	8,8	22
■ Russell 2000	62,8	52	0,9	58	-4,0	66	-1,6	67	3,4	68	3,7	76	10,7	70	5,1	79

Source de l'Univers : Russell Investment Group

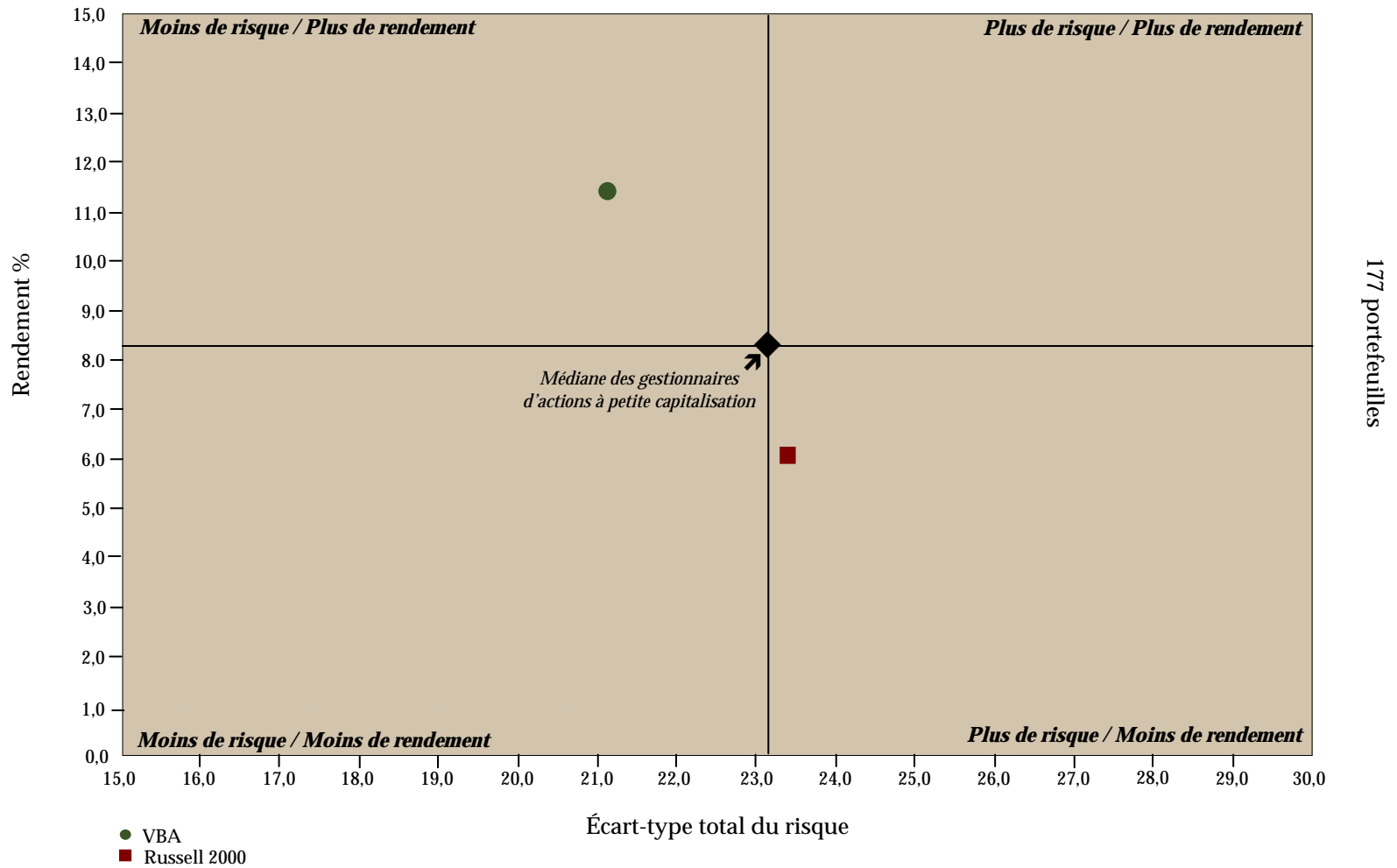
RISQUE/RENDEMENT DU FONDS COMPOSÉ DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN
 PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à petite capitalisation

Risque / Rendement

Période de 9,0 se terminant le 31 mars 2010



Source de l'Univers : Russell Investment Group



COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À PETITE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Il va sans dire que les actions américaines ont connu un autre trimestre très robuste. Une fois de plus, les transactions à risque élevé ont été largement récompensées au cours de la plus récente période, alors que les rendements des titres de moindre qualité ont surpassé ceux des titres de qualité supérieure dans l'ensemble des classes d'actifs et pays. Dans leur quête incessante de rendements plus élevés, les investisseurs ont continué à faire preuve d'un grand appétit pour les actifs de faible qualité et se sont rués sur des titres plus risqués, faisant grimper leurs cours. De ce fait, sur le marché boursier américain, en dépit d'une contre-performance relative de la croissance de leurs bénéfices pour un quatrième trimestre consécutif, les sociétés à petite capitalisation boursière ont poursuivi leur domination, surpassant de manière substantielle les rendements obtenus par les titres des sociétés à forte capitalisation.

Certains participants au marché éternellement optimistes considèrent que : 1) le peu d'appétit pour les fonds communs de placement d'actions, 2) les volumes de transactions relativement faibles sur les titres américains, et 3) le sentiment de prudence exprimé par de nombreux investisseurs dans des sondages, constituent une preuve évidente que le marché recèle encore un bon potentiel de croissance puisque l'optimisme du marché n'a pas encore atteint un sommet. À notre avis, le simple fait d'assister depuis plusieurs mois à une aussi forte reprise linéaire du marché boursier que rien ne semble pouvoir arrêter est révélateur et indique clairement que le consensus parmi les investisseurs et les observateurs du marché est résolument très optimiste et assez homogène. À notre connaissance, pratiquement aucun économiste ni stratège du marché n'anticipe de récession à double creux à ce stade-ci, et la plupart d'entre eux prévoient une reprise progressive à l'échelle mondiale sans aucun choc important en cours de route.

Bien que nous n'ayons aucune raison de remettre en question les preuves soutenant le redémarrage de l'économie mondiale, nous sommes certainement étonnés de constater que l'humeur des investisseurs soit demeurée pratiquement imperturbable face aux données mitigées ou encore préoccupantes concernant certains secteurs clés de l'économie. Il n'est certainement pas nécessaire de creuser bien loin pour mettre au jour une liste passablement longue de problématiques auxquelles l'économie américaine demeure confrontée, notamment le niveau élevé d'endettement des ménages, la fragilité persistante du marché de l'habitation, le taux de chômage très élevé, la faiblesse du marché de l'immobilier commercial, le retrait éventuel du gouvernement de certains programmes extraordinaires mis de l'avant afin de stimuler l'économie (comme le crédit d'impôt offert aux premiers acheteurs de maison, le rachat par la Réserve fédérale de titres adossés à des hypothèques, la subvention COBRA visant à aider les employés ayant perdu leur emploi à conserver leur assurance maladie), la détérioration rapide des finances publiques des états et des autorités locales, l'accroissement du déficit fédéral et la santé financière précaire de plusieurs pays européens, pour ne citer que quelques-unes des situations problématiques qui ne nous rassurent pas quant à la santé de l'économie mondiale. Nous sommes en outre très préoccupés par les difficultés économiques que semble éprouver le marché des petites et moyennes entreprises aux États-Unis. Plusieurs rapports de recherche et sondages indépendants mettent en relief que ces petites entreprises demeurent aux prises avec des ventes anémiques, une pression sur les prix découlant d'une concurrence intense, une réglementation croissante, une hausse des impôts et des taxes et un accès limité au crédit. Il s'agit d'une situation particulièrement préoccupante étant donné que ce sont ces entreprises de moindre envergure qui créent la plupart des nouveaux emplois aux États-Unis. Il semble y avoir un écart grandissant et un fossé qui se creuse entre les nantis et les démunis, alors que les plus grandes sociétés mondiales jouissent désormais d'un bon accès au capital et leurs activités à l'échelle du globe profitent de reprises beaucoup plus vigoureuses dans les pays émergents, tandis que les petites et moyennes entreprises continuent d'en arracher alors qu'elles tentent de survivre et de se sortir de cette profonde récession.

De toute évidence, la plupart des investisseurs ne semblent pas partager nos préoccupations, puisque ces problèmes persistants n'ont pas empêché le marché boursier de continuer à grimper toujours plus haut en quête de nouveaux sommets. Apparemment, les investisseurs sont suffisamment confiants et optimistes pour prendre pour acquis que la reprise économique sera soutenue et assez robuste, puisqu'ils évaluent plusieurs sociétés sur la base des bénéfices prévus pour 2011 ou 2012, qui sont dans la plupart des cas substantiellement plus élevés que ceux générés à l'heure actuelle. Compte tenu des difficultés qui affligent l'économie, nous continuons de croire qu'une telle attitude de la part des investisseurs est très imprudente,

puisque le risque d'être déçus ne cesse de croître de jour en jour alors que les investisseurs tiennent déjà compte des retombées lointaines de la reprise actuelle et que les attentes à l'égard du redressement des bénéfices sont toujours grandissantes.

Certains observateurs enthousiastes du marché soulignent également que la confiance accrue des chefs de direction constitue un signal haussier supplémentaire pour le marché. Puisqu'il s'agit d'une composante essentielle de notre processus de vérification préalable, un moyen unique pour nous d'identifier les véritables joyaux dans notre marché des titres de sociétés à petite capitalisation boursière et d'une façon de développer encore davantage et de conserver notre avantage au niveau de nos connaissances des sociétés qui composent notre univers, nous avons encore une fois eu des rencontres ou des discussions avec les dirigeants d'un grand nombre de sociétés faisant partie de notre univers durant le dernier trimestre afin de nous aider à former notre propre opinion sur cette question de l'état d'esprit des chefs de direction. Bien que nos conversations avec des équipes de gestionnaires montrent clairement que l'humeur au sein des entreprises américaines s'est améliorée, comme en témoigne également l'accroissement des dépenses en immobilisations pour la plupart sinon toutes les entreprises, il nous semble que l'amélioration du niveau de confiance a plus à voir avec une comparaison de la situation par rapport à l'année précédente qu'avec de l'optimisme pur et simple. En effet, les dirigeants sont heureux que l'année 2009 soit derrière eux, et ils savent pertinemment que leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices se compareront avantageusement à ceux de l'an dernier, surtout dans cette première moitié d'année. Par conséquent, il est facile pour les équipes de gestionnaires d'être plus à l'aise à l'égard de leur entreprise après ce qu'ils ont traversé l'an dernier. Cependant très peu de chefs de direction avec qui nous avons discuté font preuve d'une confiance totale à l'égard de la vigueur et des perspectives pour l'économie et pour leurs secteurs d'activité. Peu de dirigeants sont convaincus à ce stade-ci que le redressement de l'environnement macro-économique sera robuste et soutenu, plusieurs d'entre eux indiquant qu'il était encore trop tôt pour déterminer si l'évolution favorable de la conjoncture dont ils ont bénéficié récemment est davantage liée à une amélioration durable des données fondamentales de leur entreprise plutôt qu'à un simple phénomène de reconstitution des stocks ou de demande accumulée à court terme.

De toute façon, comme nous nous efforçons toujours de le souligner, nous sommes très heureux de ne pas gagner notre vie sur la base de nos prévisions économiques et boursières. Car même si nous sommes demeurés extrêmement prudents vis-à-vis de l'économie américaine et de ses répercussions éventuelles sur le marché boursier, et que nous nous sommes donc trompés sur la direction du marché à court terme et l'ampleur de cette reprise, nous avons une fois de plus surpassé par une large marge l'ensemble des indices américains au cours de ce trimestre, démontrant à nouveau que nous ne laissons pas notre point de vue sur la situation macro-économique entraver nos efforts de sélection de titres, et que nous pouvons surpasser notre indice de référence dans différents environnements de marché. Au cours de ce trimestre de mars 2010, nous sommes particulièrement ravis d'avoir surpassé de manière importante le rendement de notre indice de référence pour deux raisons principales : ce fut une autre période difficile pour les gestionnaires actifs dans l'univers des sociétés à petite capitalisation boursière, et nous avons dû composer avec un environnement de marché très hostile et défavorable à notre style et notre philosophie de placement. Comme nous l'avons mentionné plus tôt, ce sont les titres de moindre qualité, générant un rendement peu élevé des capitaux propres, à petite capitalisation boursière, affichant un coefficient bêta élevé, ne générant pas de bénéfices importants et dont les cours sont bas qui ont continué à enregistrer une performance supérieure et à alimenter la reprise dans notre univers. Par conséquent, la plupart des titres que nous éliminons habituellement de nos efforts de recherche par manque d'affinité avec notre philosophie ont obtenu des résultats admirables durant ce premier trimestre.

Néanmoins, plusieurs facteurs catalyseurs nous ont permis d'endiguer la marée et de vaincre cette reprise des titres de piètre qualité. Tout d'abord, comme nous l'avons dit précédemment, il est difficile de battre le marché lors d'une reprise aussi importante et exubérante sans qu'une majorité de titres de notre portefeuille n'enregistre une performance supérieure. Ainsi, nous avons eu la chance de détenir dans notre portefeuille 21 titres qui ont enregistré des gains absolus de plus de 10 % au cours de la période, et seulement 7 titres qui ont terminé le trimestre en territoire négatif. En particulier, nous avons également eu la chance de voir deux des sociétés dont nous détenions des titres devenir l'objet d'une opération d'acquisition depuis le début de l'année. Comme nous l'avons souligné au trimestre précédent, lorsque nous avons fait part de l'impact positif très important qu'a eu sur notre performance de la période de décembre 2009 l'acquisition par deux firmes de financement par capitaux propres de l'une de nos positions les plus importantes (IMS Health Incorporated), nous avons l'impression qu'en raison des signes de dégel des marchés du crédit et de la forte croissance du



nombre d'opérations de fusions et acquisitions effectuées par des acquéreurs stratégiques, notre portefeuille était mûr pour d'autres transactions de rachat au cours des mois à venir. Puisque les sociétés dont nous détenons des titres dans notre portefeuille sont habituellement des entreprises très solides qui disposent d'avantages concurrentiels durables, génèrent de robustes flux de trésorerie disponibles, dégagent des rendements élevés sur les capitaux propres et jouissent d'un bilan sain, elles deviennent des cibles d'acquisition de choix lorsque la conjoncture s'avère plus propice aux fusions et acquisitions.

Cette prophétie s'est avérée juste puisque nous avons eu la chance durant ce trimestre d'apprendre la vente possible de la société Interactive Data Corporation à un acteur financier ou stratégique. La société, dont les titres sont ceux que nous détenons depuis le plus longtemps dans notre portefeuille (depuis 2000), fournit des données essentielles sur les marchés financiers, des rapports d'analyse et des solutions aux institutions financières et est majoritairement détenue par Pearson plc (« Pearson »), une grande société d'édition dans les domaines de l'éducation, des affaires et de la consommation. Depuis plusieurs années, Interactive Data occupe une place importante dans notre portefeuille, puisque nous admirons les avantages concurrentiels que la société a su développer grâce à son offre de produits et services, son équipe de gestionnaires chevronnés qui ont démontré leurs compétences en matière d'allocation de capital, son bilan à toute épreuve, ses revenus récurrents élevés, ses taux élevés de rétention de la clientèle et ses rendements financiers très attrayants. Nous étions persuadés depuis longtemps qu'à un moment donné Pearson chercherait soit à acquérir la participation restante dans Interactive Data afin de profiter pleinement des robustes flux de trésorerie, des rendements financiers et des perspectives de croissance de la société, ou encore qu'elle prendrait la décision de vendre sa participation dans l'entreprise pour monétiser la très forte valeur des actifs d'Interactive Data. Plus de neuf ans après notre placement initial dans la société, cette prévision s'est enfin réalisée, alors que le conseil d'administration d'Interactive Data annonçait en janvier cette année qu'il examinait diverses options stratégiques, ce qui dans les faits n'est vraiment qu'une seule option, soit la vente de la société. Bien que l'on ne puisse prédire l'issue de ce processus ou affirmer avec certitude que la société sera vendue, la presse financière n'a pas tardé à divulguer l'information à savoir que plusieurs firmes de financement par capitaux propres, et au moins un acquéreur stratégique, avaient exprimé leur grand intérêt pour l'acquisition de la société, et que des offres avaient été soumises. Toute guerre d'enchères est évidemment avantageuse pour les actionnaires dans une telle situation et démontre clairement l'attrait que suscite la franchise d'Interactive Data. Bien qu'aucune entente n'ait été annoncée jusqu'à maintenant, ce développement positif a fait progresser le titre de plus de 26 % au cours de ce trimestre, ce qui représente pour nous un dénouement fructueux.

Comme si cet événement autour d'Interactive Data n'était pas déjà la cerise sur le gâteau, à peine quelques jours plus tard, Broadview Security, une autre société dont nous détenons des titres, annonçait avoir reçu une proposition d'acquisition amicale de la part de Tyco International, le propriétaire d'ADT Worldwide. Broadview Security, anciennement connue sous le nom de Brink's Home Security Holdings, Inc., un chef de file au niveau des systèmes d'alarme de sécurité et de services de surveillance qui dessert 1,4 million de clients, s'est avéré être un scénario rêvé pour nous. Nous avons acheté le titre vers la fin de 2008 alors qu'il se négociait entre 20 et 23 \$, jugeant que cette entité nouvellement séparée de la société Brink's Co. était mal comprise et sous-évaluée par le marché, alors que sa juste valeur s'établissait, à notre avis, plus près de 30 \$. Tout comme nous le pensions lorsque nous avons acquis notre participation initiale dans ce titre, l'entreprise a démontré sa résilience durant cette profonde récession, grâce à un flux important de revenus récurrents, des taux très élevés de rétention de la clientèle et des relations bien établies avec sa clientèle. En outre, son équipe de direction s'est révélée être un exploitant habile dans cet environnement de marché difficile, notamment en réalisant avec succès la première phase d'une stratégie délicate de transition vers une nouvelle marque rendue nécessaire à la suite de sa séparation de la société Brink's Co. Ces facteurs ont eu pour effet d'accroître la confiance des investisseurs à l'égard de la direction et du modèle d'affaires de la société, alors qu'ils ont applaudi les résultats constants de la société en propulsant à la hausse le cours du titre vers un niveau correspondant à notre évaluation de la véritable valeur intrinsèque de l'entreprise. Juste au moment où nous croyions que le cours du titre s'approchait de sa juste valeur, soit un peu au-dessus de 30 \$, le joueur dominant dans le secteur des systèmes d'alarme de sécurité, ADT Worldwide, a sauté dans la mêlée dans le cadre de la poursuite de ses activités de consolidation de l'industrie en déposant une offre d'achat pour Broadview Security assortie d'une prime de plus de 30 %. Puisqu'il s'agit d'un acquéreur stratégique, d'une envergure déjà considérable, disposant d'une marque réputée et dont la structure de frais généraux est importante, Tyco International, le propriétaire d'ADT Worldwide, était en mesure d'offrir beaucoup plus que ce que l'entreprise valait en tant qu'entité indépendante en raison des synergies importantes pouvant être



réalisées grâce à l'achat de Broadview Security. Cette offre a ainsi engendré une hausse immédiate du cours du titre à un niveau qu'il aurait vraisemblablement mis beaucoup plus de temps à atteindre si la société était demeurée indépendante. Ainsi, l'acquéreur dans ce cas sera en mesure de se défaire d'une partie substantielle de la structure actuelle de coûts de Broadview Security (frais généraux d'infrastructure, force de vente, coûts de marketing), et donc de dégager des bénéfices beaucoup plus importants que ceux que l'entreprise acquise était capable de générer d'elle-même. Par suite de cette prime d'acquisition offerte aux actionnaires, le titre a grimpé d'environ 30 % au cours du dernier trimestre, et notre placement dans ce titre a doublé de valeur en moins de 18 mois.

Le niveau de surperformance qu'ont réalisé Interactive Data Corporation et Broadview Security a été d'autant plus satisfaisant que les titres de ces deux sociétés, qui sont de par leur nature des titres défensifs qui s'apprécient habituellement en fin de cycle, auraient vraisemblablement traîné de l'arrière par rapport au marché au premier trimestre n'eût été de ces événements importants, puisque cette reprise a été portée par des titres de sociétés de faible qualité, s'apprécient en début de cycle, exactement le contraire de ce que sont ces deux sociétés.

Par ailleurs, le rendement de notre portefeuille durant ce trimestre de mars 2010 a manifestement profité de notre exposition importante aux titres de sociétés de grande qualité du secteur de la consommation discrétionnaire, qui sont demeurés parmi les préférés des investisseurs durant cette reprise boursière et dont les données fondamentales se sont améliorées au cours des derniers mois. Ainsi, les titres de Saga Communications, Inc., True Religion Apparel, Inc. (un titre très récent que nous avons ajouté à notre portefeuille en décembre), Sotheby's, Tempur-Pedic International Inc., Interval Leisure Group, Inc. et Fossil, Inc. ont tous progressé de plus de 12 % au cours de la dernière période (et dans certains cas, ont généré des rendements bien supérieurs à ce niveau). Nous avons également continué à profiter d'une clarté accrue en ce qui concerne la réforme des soins de santé aux États-Unis, alors qu'une refonte historique de la santé a été adoptée très récemment. Il s'agit sans conteste du fait saillant politique le plus important du trimestre, et bien que nous ne soyons pas convaincus que cette réforme du système de soins de santé représente effectivement une bonne politique, nous continuons de croire qu'il s'agit d'un facteur manifestement positif pour les titres du secteur de la santé, puisqu'elle dissipe un gros nuage d'incertitude et fournit une visibilité à long terme qui était nécessaire en ce qui concerne le remboursement gouvernemental pour la plupart des sociétés des sous-secteurs. En dernier lieu, la bonne performance financière qu'ont affichée la plupart des sociétés dont nous détenons des titres lors de la publication de leurs résultats de fin d'exercice a également contribué à notre surperformance durant ce trimestre. Nous avons observé une amélioration globale des données fondamentales des entreprises et une évolution favorable de leur situation dans l'ensemble des différents secteurs auxquels nous sommes exposés. Les équipes de direction des sociétés dont nous détenons des titres dans notre portefeuille ont une fois de plus démontré leur capacité à mettre à profit leurs avantages concurrentiels dans leurs marchés respectifs, en accaparant des parts de marché, en générant de robustes flux de trésorerie et en répondant à nos attentes au chapitre de l'amélioration des marges et du contrôle serré des coûts.

Nous croyons par ailleurs qu'il faut souligner que nous avons réussi à surpasser de beaucoup notre indice de référence durant ce plus récent trimestre malgré la contre-performance de plusieurs de nos dix plus importantes positions. Ainsi, cinq de nos dix titres les moins performants durant cette période comptaient parmi les dix plus importants titres de notre portefeuille en terme de pondération, et quatre de ces titres ont enregistré un rendement négatif durant les trois premiers mois de l'année. Plutôt que de s'attarder à cette contre-performance de la part de certains titres importants qui composent notre portefeuille et de s'en préoccuper, nous préférons interpréter ce résultat à court terme comme un signal haussier pour notre portefeuille pour les périodes à venir. De ce fait, nous croyons que le lent départ qu'ont connu cette année certains des titres qui figurent parmi les dix plus importants que comptent notre portefeuille signifie qu'en dépit de la longue période de surperformance de notre portefeuille par rapport à notre indice de référence, il reste encore beaucoup de valeur à réaliser dans notre portefeuille alors que les titres de ces sociétés devraient réduire l'écart qui les sépare de ce que nous croyons être leur juste valeur au cours des trimestres à venir. Il ne fait aucun doute que ces cinq titres qui ont connu une contre-performance au premier trimestre comptent parmi les meilleures sociétés de notre univers de placement en termes de qualité, tout en étant les moins dispendieux par rapport à notre évaluation des flux de trésorerie actualisés, notre portefeuille, notre indice de référence et leur groupe d'homologues. Il se trouve tout simplement qu'il s'agit de titres de grande qualité qui s'apprécient en fin de cycle, de titres défensifs faisant partie de catégories de titres qui a traîné de l'arrière par rapport à l'ensemble du marché des sociétés à petite capitalisation durant cette reprise marquée. Nous sommes néanmoins



persuadés que ces entreprises demeurent des franchises hors pair, qu'elles sont considérablement sous-évaluées, qu'elles présentent des données fondamentales solides à long terme, qu'elles sont bien gérées, et qu'elles commenceront à générer des rendements supérieurs dans la prochaine phase de cette reprise, alors qu'elle arrivera à maturité. Par conséquent, la bonne nouvelle pour nos clients est qu'en dépit de notre surperformance globale et soutenue par rapport à notre indice de référence et nos homologues, notre portefeuille comporte toujours plusieurs titres dont la pondération est importante qui n'ont pas encore profité de cette reprise du marché puisqu'ils n'étaient pas assez sexy aux yeux des investisseurs, qui se sont intéressés essentiellement aux titres plus risqués et de moindre qualité jusqu'ici.

Bien que nous ne soyons plus convaincus que les participants au marché boursier américain, compte tenu de leur comportement très complaisants, recommenceront de nouveau à faire preuve de plus de discernement à très court terme, en s'attardant davantage aux données fondamentales de chaque société plutôt qu'en se limitant simplement aux catalyseurs macroéconomiques, nous n'avons aucun doute que les choses changeront à un certain moment dans un avenir relativement proche. Il est toutefois logique de supposer qu'à un moment donné, notamment en raison de la possibilité d'une reprise économique inégale, les investisseurs commenceront à évaluer les titres en fonction des données fondamentales des sociétés et des réalisations des gestionnaires plutôt qu'en fonction des secteurs dans lesquels oeuvrent ces sociétés ou sur la base des groupes de clients qu'elles desservent. Il ne s'agit ici que de données statistiques, mais pour ce que ça vaut, durant la deuxième année suivant la fin d'un marché baissier (c.-à-d. une année comme celle que nous venons d'entamer le mois dernier), les données historiques démontrent que les titres de grande qualité, affichant un rendement élevé des capitaux propres, enregistrent habituellement une meilleure performance que les titres de moindre qualité, comme cela s'est produit la dernière fois en 2004. Nous espérons que c'est ce que nous connaissons cette fois-ci encore, et en raison d'évaluations plus attrayantes et de données fondamentales beaucoup plus solides, nous croyons que les sociétés de grande qualité voleront la vedette et commenceront à surpasser leurs homologues de moindre qualité plus tard cette année. Ce scénario serait manifestement de bon augure pour nous et conviendrait parfaitement à notre style, puisque nous croyons que la qualité de notre portefeuille n'a jamais été aussi élevée.

L'ampleur et la prolongation du marché haussier fait en sorte qu'il est évidemment devenu beaucoup plus difficile de trouver de nouvelles idées de placement pour notre portefeuille. Néanmoins, aussi difficile qu'il soit devenu de repérer de véritables titres prometteurs considérablement sous-évalués, nous croyons que ce contexte de marché récompensera bientôt la rigueur et les compétences en matière de sélection de titres ainsi que la discipline en matière d'évaluation, ce qui convient tout à fait à nos forces et à nos compétences et nous donne une grande confiance en notre capacité de continuer à ajouter de la valeur par rapport à notre indice de référence et à nos homologues dans les différents environnements de marché auxquels nous pourrions être confrontés dans les prochaines années.