



VAN BERKOM ET ASSOCIÉS INC. (« VBA ») SE VOIT ACCORDER UN NOUVEAU MANDAT

VBA a le plaisir d'annoncer qu'un mandat de gestion de titres américains lui a été confié par un fonds de pension de la Ville de Montréal (environ 100,0 millions en dollars US).

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 faible capitalisation boursière.

Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période se terminant le 31 décembre 2010 se classe :

- dans le 20^e percentile sur dix ans,
- dans le 14^e percentile sur cinq ans,
- dans le 10^e percentile sur quatre ans,
- dans le 20^e percentile sur trois ans et
- dans le 73^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 décembre 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 décembre 2010)
(en dollars US)**

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 ans (%)	3 ans (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	9 ans (%)	10 ans (%)	Début 30/juin/2000 (%)
Fonds composé de VBA	12,76	25,32	25,32	30,21	6,95	8,24	9,55	10,52	10,05	11,35	12,15
Indice Russell 2000	16,25	26,86	26,86	27,01	2,22	1,26	4,47	6,36	6,77	6,33	5,41
Indice S&P 500	10,76	15,06	15,06	20,63	-2,86	-0,83	2,29	3,85	3,01	1,41	0,47
Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000)	-3,49	-1,54	-1,54	3,20	4,73	6,98	5,08	4,16	3,28	5,02	6,74

Note : Van Berkomp 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 décembre 2010, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 632,2 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 86,3 % de l'actif US géré et 43,9 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend douze 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 159 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 quatrième trimestre de 2010.

CHANGEMENTS À L'ACTIONNARIAT

J'ai aussi le plaisir de vous informer que Mathieu Sirois, Vice-président et gestionnaire principal, Division des actions américaines à petite capitalisation boursière, augmentera significativement son actionnariat dans VBA dans un avenir imminent. J'ai aussi le plaisir de vous informer qu'Owen Gibbons et qu'Ammar Ali, Analystes principaux, Division d'actions américaines à petite capitalisation boursière, deviendront de nouveaux actionnaires de VBA dans un avenir imminent.

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

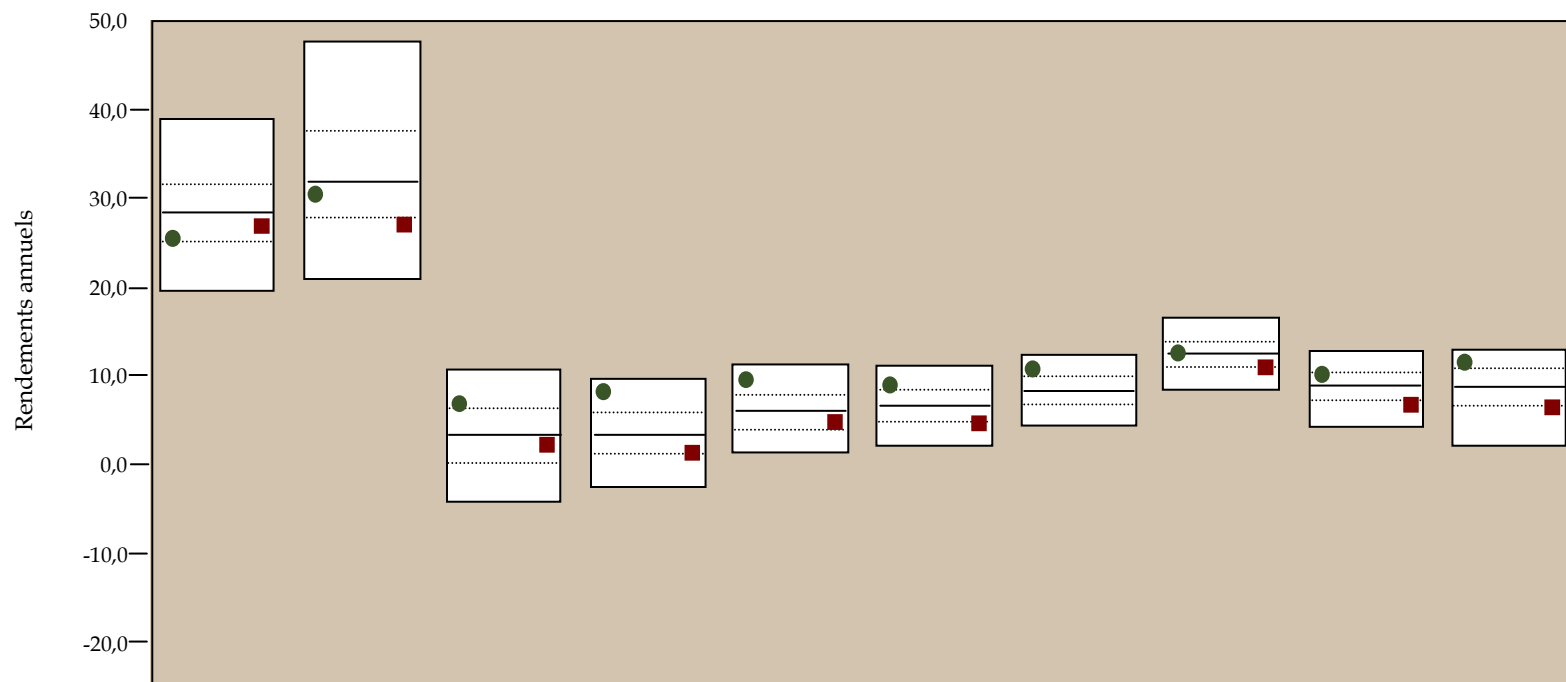
JSvB/dr
p.j.

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 décembre 2010



	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	6 ans	7 ans	8 ans	9 ans	10 ans
	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile	% tile
● Fonds composé de VBA	73	58	20	10	14	22	20	53	27	20
■ Indice Russell 2000	63	76	60	75	71	79	80	78	81	76
# de portefeuilles	378	363	348	326	295	267	238	213	174	159

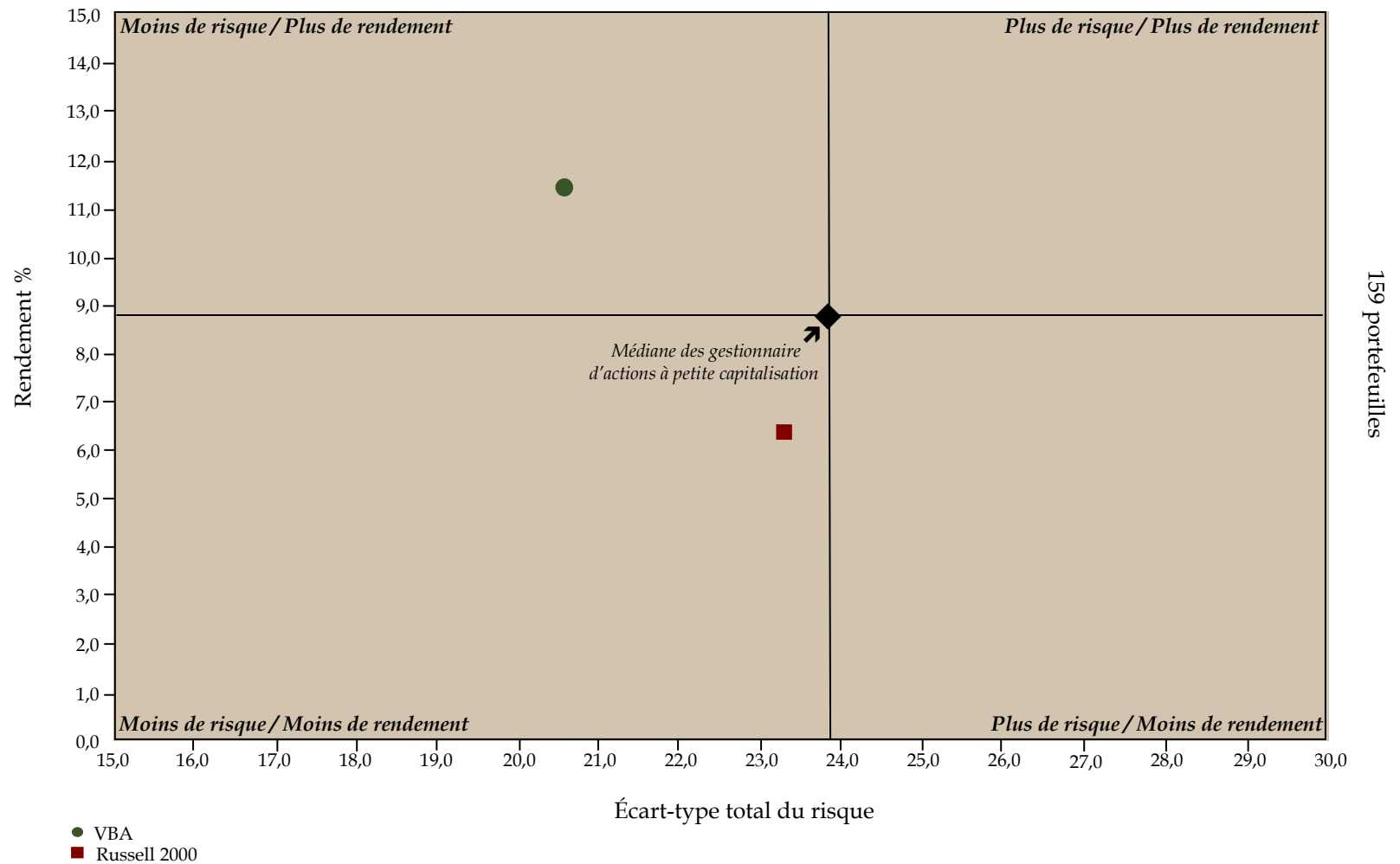
Source de l'univers : Russell Investment Group

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



Univers d'actions à petite capitalisation

Période de 10,0 ans se terminant le 31 décembre 2010



Source de l'univers : Russell Investment Group



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

Dans ce dernier droit de l'année 2010, si vous êtes un investisseur, le marché a incontestablement évolué en votre faveur. Les investisseurs ont commencé à être animés d'un esprit des Fêtes dès septembre 2010, sans jamais le perdre durant ces quatre derniers mois de l'année. Cet optimisme inébranlable des participants au marché a donné lieu à une énorme reprise de plus de 30 % de l'indice Russell 2000 et à un bond de 20 % du S&P 500 depuis le 1er septembre. Presque aucun repli du marché n'a duré plus d'une journée au cours de ces quatre derniers mois de l'année, et les titres qui avaient généré les meilleurs rendements jusque-là ont, dans l'ensemble, continué à dominer au chapitre de la performance. Les facteurs catalyseurs de cette reprise monstre étaient tout à fait évidents : une plus grande certitude quant aux élections de mi-mandat et au paysage politique, plus de précision à l'égard des impôts des sociétés et des particuliers ainsi que sur la réglementation dans certains secteurs, la seconde ronde d'assouplissement quantitatif entreprise par la Réserve fédérale, une amélioration des perspectives économiques aux États-Unis et d'autres surprises positives au chapitre des bénéfices des sociétés lors de la dernière période de publication des résultats. Bien que la situation tendue en Europe, le marché de l'emploi et le secteur de l'habitation aient envoyé de nombreux signaux préoccupants, ce flux de mauvaises nouvelles n'a pas été suffisamment grave et inquiétant pour altérer l'humeur joviale des investisseurs.

La forte hausse du marché boursier américain dans ces derniers mois de l'année, qui faisait suite à plusieurs trimestres de solide progression depuis le creux de mars 2009, a propulsé tous les grands indices à des niveaux observés pour la dernière fois avant l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008. Encore plus étonnant, la performance des titres des sociétés américaines à petite capitalisation boursière a été si forte que l'indice Russell 2000 ne se trouve actuellement qu'à 7 % en-deçà de son sommet historique atteint en juillet 2007, de sorte que toutes les pertes engendrées par la Grande Récession sont sur le point d'être effacées.

Une fois de plus, ce sont les titres des sociétés à petite capitalisation boursière qui ont pris les devants au cours de ce quatrième trimestre, et d'ailleurs presque tout au long de 2010. En effet, le très long cycle de rendement supérieur des titres des sociétés à petite capitalisation s'est poursuivi en 2010, alors que ce segment du marché s'est totalement démarqué des titres des sociétés à grande capitalisation durant cette reprise de quatre mois, comme en témoigne le rendement total de 27 % de l'indice Russell 2000 en 2010, comparativement au rendement total de 15 % réalisé par le S&P 500 au cours de la dernière année. Les titres des sociétés à petite capitalisation boursière auront constitué encore une fois le véhicule préféré des investisseurs souhaitant satisfaire leur appétit renouvelé pour le risque et leur recherche de rendements supérieurs. Les activités de fusions et acquisitions ont effectué un retour en force après la pause observée durant la récession, alors que 88 ententes ont été annoncées en 2010 comparativement à un total combiné de 57 pour les années 2008 et 2009, ce qui a donné une autre poussée aux titres des sociétés à petite capitalisation, qui ont été les principaux bénéficiaires de ces transactions. En outre, les bénéfices des sociétés à petite capitalisation ont rebondi beaucoup plus rapidement tout au long de 2010, par rapport aux niveaux planchers atteints durant la récession, ce qui a donné lieu à trois trimestres consécutifs de croissance plus rapide des bénéfices comparativement aux actions des sociétés à grande capitalisation. La conséquence fâcheuse de cette performance aussi dominante des titres des sociétés à petite capitalisation est que la classe d'actifs se négocie maintenant sur la base d'évaluations élevées qui avoisinent les sommets historiques, aussi bien en termes absolus que par rapport aux titres des sociétés à grande capitalisation.

Au sein de notre univers des titres à petite capitalisation boursière, la meilleure stratégie pour les investisseurs dans les derniers mois de l'année aura été de maximiser les risques en acquérant ou en conservant dans leur portefeuille des titres de sociétés à très petite capitalisation, fortement cycliques, générant de faibles rendements des capitaux propres, mais affichant un coefficient bêta élevé. Ainsi, pour la deuxième année consécutive, les sociétés de faible qualité ont mené le bal dans le marché des titres à petite capitalisation et complètement surclassé la catégorie. Une fois de plus, dans la dernière portion de l'année, quoiqu'en baisse par rapport aux niveaux records atteints plus tôt cette année, nous avons observé une forte corrélation entre les actions, et les écarts de rendement entre titres ont avoisiné les creux historiques, alors que les facteurs macroéconomiques, les questions géopolitiques et le cours des événements à l'échelle mondiale ont totalement éclipsé les données fondamentales des sociétés. Cette différenciation peu marquée des



rendements des titres individuels est très inhabituelle puisque la dernière fois où l'on a observé une corrélation aussi élevée et des écarts de rendements aussi minimes entre les actions remonte à 1987.

Ce qui nous laisse peut-être le plus perplexes est le niveau très élevé de complaisance que l'on observe chez les investisseurs et les participants au marché dont nous avons déjà fait état antérieurement et qui ne cesse de s'aggraver alors que se poursuit la reprise. Ce niveau préoccupant de complaisance se manifeste de plusieurs façons : une reprise linéaire des marchés depuis le 1^{er} septembre malgré la faiblesse persistante de l'emploi et de l'habitation, la question des dettes souveraines qui prend de l'ampleur en Europe et l'accroissement des tensions géopolitiques dans certaines régions du globe; un fort consensus relativement étroit au sein des économistes à l'égard de la croissance économique américaine en 2011; un optimisme quasi unanime à l'égard des perspectives boursières que partagent les stratèges du marché, les analystes vendeurs, les investisseurs institutionnels et, de plus en plus, les investisseurs de détail, tandis que seul un nombre très restreint de voix à contre-courant croit encore en la possibilité d'un retour en récession, de perspectives de déflation, ou encore d'un bond de l'inflation; le baromètre de la peur, mesuré par l'indice VIX de volatilité du marché du CBOE, n'a cessé de baisser au cours des derniers mois et a reculé à son plus bas niveau depuis plusieurs mois; le ratio des options de vente aux options d'achat est également en baisse et atteint des niveaux d'une faiblesse alarmante; le niveau de dispersion du consensus à l'égard des estimations de bénéfices est le plus bas depuis plus de deux décennies malgré toutes les incertitudes qui subsistent.

Ces thématiques de fonds qui ont caractérisé l'année 2010 dans notre univers des titres de sociétés à petite capitalisation boursière ont encore une fois créé un contexte où il a été très difficile pour les gestionnaires actifs de générer des rendements supérieurs au marché, alors que moins de la moitié des gestionnaires du secteur des petites capitalisations ont réussi à surpasser l'indice Russell 2000 pour l'ensemble de l'année. Néanmoins, en raison des centaines de titres de sociétés à petite capitalisation boursière qui ont enregistré de forts gains au cours de cette dernière année de reprise générale du marché, n'importe quel investisseur pouvait aisément avoir l'impression d'être très doué pour la sélection de titres compte tenu des rendements absolus générés. Le problème pour les investisseurs est que tous les autres investisseurs comptaient également des titres gagnants dans leur portefeuille, de sorte qu'il fût très difficile pour chacun d'entre eux de se démarquer du lot. Pour notre part, le contexte nous a encore été très défavorable puisque le marché a évolué en fonction des perspectives macroéconomiques plutôt que sur la base des données fondamentales des sociétés, de sorte que le degré de différenciation entre les actions a été faible et que les titres de faible qualité ont encore une fois obtenu des rendements supérieurs durant la majeure partie de l'année. Contrairement à l'an dernier, alors que nous avons réussi à surpasser par une large marge le rendement de l'indice Russell 2000 dans un environnement plutôt défavorable à notre style de placement, nous n'avons malheureusement pas réussi, dans la dernière ligne droite de cette forte reprise, à suivre le rythme effréné de notre indice de référence des titres des sociétés à petite capitalisation. Il fût en effet frustrant pour nous de voir s'envoler, pour la première fois au début du mois de décembre, l'avance que nous avons acquise par rapport à l'indice Russell 2000 et que nous avons maintenue tout au long de l'année, et de terminer l'année derrière notre indice de référence pour l'ensemble de 2010.

Nous avons en effet pris une avance considérable par rapport à l'indice Russell 2000 dans la première moitié de l'année, avance qui s'est évaporée dans la dernière portion de l'année alors que le marché a décollé comme une fusée. En termes simples, nous ne détenions pas dans notre portefeuille les titres de faible qualité qui ont si bien fait dans ce marché et nous n'avions pas suffisamment investi dans les titres qui s'apprécient en début de cycle, ces titres cycliques sur lesquels les investisseurs se sont rués dans les derniers mois de l'année. En outre, nous avons subi l'impact négatif de notre exposition sectorielle en 2010, étant donné notre sous-pondération dans les technologies, les matériaux et l'énergie, soit les trois secteurs ayant affiché les meilleurs rendements dans le marché des titres des sociétés américaines à petite capitalisation. De plus, même si nous détenions certains excellents titres de ce secteur, nous n'avons pas autant profité de notre exposition au secteur de la consommation discrétionnaire, qui n'a pas été aussi dominant que l'an dernier. Enfin, le secteur de la santé a de nouveau tiré de l'arrière en 2010, ce qui ne nous a pas aidés étant donné notre exposition importante à ce secteur.

Comme nous l'avons écrit antérieurement, notre performance a également connu quelques embûches en 2010, alors que quelques-uns des titres que nous détenons ont été affectés par un accroissement de la réglementation et de l'ingérence du gouvernement dans des domaines comme les services de santé, l'éducation, les saisies hypothécaires, les banques et l'énergie. Nous nous sommes ainsi retrouvés exposés de



manière disproportionnée à des secteurs du marché sans corrélation entre eux mais qui ont tous fait l'objet d'un contrôle, d'une réglementation et d'un interventionnisme accrus de la part du gouvernement, bien que certains des titres que nous détenons dans notre portefeuille, et qui ont été affectés par cette situation plus tôt dans l'année, ont effectué un retour en force vers la fin de 2010.

Bien que le rendement d'une poignée de nos titres n'ait pas comblé nos attentes en 2010, encore une fois en raison principalement de l'ingérence accrue du gouvernement, nous détenions bon nombre de titres qui ont largement surpassé nos prévisions les plus optimistes. Ainsi, les performances du cours des actions de plusieurs positions importantes de notre portefeuille, notamment *Brown and Brown, Inc.*, *Universal Health Services, Inc.*, *Chemed Corporation*, et *Herman Miller, Inc.*, toutes des sociétés qui comptent parmi nos dix titres les plus importants et qui ont enregistré des gains de plus de 30 % en 2010, de même que *Sotheby's*, *Tempur-Pedic International Inc.*, *The Advisory Board Company*, *The Middleby Corporation*, et *Fossil, Inc.*, entre autres, des titres qui font partie de notre portefeuille depuis un bon moment déjà et qui ont tous progressé de plus de 50 % durant la dernière année. En outre, plusieurs des nouveaux titres que nous avons ajoutés au portefeuille au cours des derniers mois et trimestres comme *Interval Leisure Group, Inc.*, *Herbalife Ltd.*, *MarketAxess Holdings Inc.*, *Progress Software Corporation* et *Artio Global Investors Inc.*, ont générés d'excellents rendements depuis le peu de temps qu'ils font partie du portefeuille et ont ainsi contribué de manière importante à notre robuste rendement de plus de 25 % en 2010.

Dans l'ensemble, 2010 a été notre troisième meilleure année au chapitre des rendements absolus depuis la création du produit il y a plus de dix ans. Même si nous avons été déçus de voir notre longue période de rendements annuels supérieurs à l'indice Russell 2000 prendre fin dans la dernière portion de 2010, si nous prenons du recul et analysons en profondeur nos chiffres de rendement, nous sommes tout de même très satisfaits. D'une part, les années 2009 et 2010 ont été nos deux meilleures années consécutives depuis la création du produit. Pour ces deux années prises ensemble, nous avons ajouté beaucoup de valeur par rapport à notre indice de référence des titres des sociétés à petite capitalisation durant ce marché fortement haussier qui n'a pas été tendre à l'égard de notre style de placement. Il semble que nous nous soyons très bien tirés d'affaire dans ce marché très dangereux pour nous, comme ceux qui avaient des sommes investies chez nous en 2003 se souviendront. Si nous prenons encore plus de recul et examinons notre performance sur une période de quatre ans qui englobe la Grande Récession, la crise financière et la forte reprise ultérieure du marché, une période de temps qui s'est avérée extrêmement difficile pour les gestionnaires actifs, comme le démontre le rendement exceptionnellement élevé de l'indice Russell 2000 par rapport aux gestionnaires du secteur des petites capitalisations au cours de cette période, nous avons surpassé, sur une base annuelle, notre indice de référence de près de 700 points de base et avons surclassé de manière importante notre groupe d'homologues.

De ce fait, nous ne pouvions pas imaginer meilleur test pour notre équipe de placement que ce que nous venons de traverser durant les quatre dernières années. Comme ceux d'entre vous qui ont investi auprès de nous le savent, notre unique objectif en tant qu'investisseurs à long terme consiste à faire fructifier l'argent sur de longues périodes de temps à un rythme beaucoup plus rapide que notre indice de référence et nos homologues tout en prenant moins de risques. Bien que nous aimerions beaucoup surpasser le rendement de notre indice de référence et de notre univers chaque année, nous croyons que les investisseurs à long terme ne devraient se préoccuper du rendement généré qu'après avoir investi auprès de nous pendant un certain nombre d'années et ensuite comparer ces rendements avec ce qu'ils auraient pu obtenir au moyen d'une stratégie passive ou à l'aide d'autres stratégies actives. Sur la base des résultats obtenus au cours des quatre dernières années, nous pouvons assurément présumer que nous avons accompli notre mission.

Afin de pouvoir continuer à générer des rendements supérieurs au marché pour nos clients dans les années à venir, nous sommes de nouveau partis à la chasse aux nouvelles idées de placement durant ce quatrième trimestre. Bien que cela représentait une fois de plus tout un défi que d'identifier des sociétés exceptionnelles fortement sous-évaluées au cours de la plus récente période, nos efforts et notre persévérance nous ont permis de découvrir et d'investir dans trois nouvelles sociétés. Tout d'abord, nous avons acquis des actions de *CBOE Holdings, Inc.* (*Chicago Board Options Exchange* « *CBOE* »). Comme son nom l'indique, cette société exploite une bourse organisée pour la négociation d'options standardisées cotées sur actions, d'options sur indices et d'options sur fonds négociés en bourse (FNB). La société est devenue la première bourse pour la négociation d'options lorsqu'elle a été mise sur pied en 1973 et a créé les options cotées sur titres de participation. Depuis, la société n'a cessé d'innover dans ce domaine. Bien que le marché des options ait



connu une forte croissance au cours des deux dernières décennies, alors que les options sont devenues de plus en plus utilisées par les investisseurs institutionnels et de détail comme partie intégrante de leurs stratégies de placement, ce niveau de croissance a attiré un certain nombre de nouveaux joueurs au cours des dix dernières années.

Cependant, à la différence de ses concurrents, CBOE possède deux joyaux de grande valeur : une licence exclusive de S&P depuis 1983 pour la négociation des options sur l'indice S&P 500 au moins jusqu'en 2018 et son indice de volatilité du marché (VIX) en propriété exclusive. Ces deux produits ont aidé CBOE à acquérir et conserver une part de marché dominante (plus de 90 %) de l'ensemble des options sur indices boursiers. Comme elle détient une licence exclusive de S&P et possède des droits propriétaires sur l'indice VIX, la société bénéficie d'importantes barrières à l'entrée et peut obtenir des prix beaucoup plus élevés pour ces produits comparativement aux options sur FNB et sur actions cotées sur plusieurs bourses. Ces deux produits représentent près de 50 % de ses revenus de négociation et permettent à la société de générer des marges et des rendements supérieurs du capital et des fonds propres. En outre, ces produits constituent également les principaux attraits permettant de vendre des centaines de sièges à la bourse, ce qui aide la société à générer des frais d'accès substantiels et récurrents, qui n'étaient pas exigés par le passé jusqu'à ce que l'entreprise soit démutualisée dans le cadre de son processus de premier appel public à l'épargne en 2010.

Le titre de la société a eu un parcours difficile depuis son entrée en bourse il y a plus de six mois. Nous estimons que la contre-performance du titre a engendré une occasion d'achat attrayante et qu'il est devenu sous-évalué par le marché lorsqu'il a baissé sous la barre de 23 \$. Bien que les facteurs qui entraînent le titre à la baisse depuis l'entrée en bourse de la société, notamment l'intensification de la concurrence et la pression sur les prix, la faiblesse des volumes d'options négociés dans l'ensemble de l'industrie au cours des deux dernières années, la diminution des parts de marché de CBOE et le risque d'un accroissement de la réglementation relative aux prix des options, demeurent des facteurs de risque importants pour l'avenir, nous croyons que le ratio risque/rendement actuel du titre est enfin devenu attrayant pour un certain nombre de raisons. Nous croyons tout d'abord que le marché américain des options demeure fondamentalement solide et qu'il est susceptible de croître à un rythme très convenable à long terme, quoique moins rapidement qu'au cours de la dernière décennie. Ensuite, la licence que la société détient en lien avec l'indice S&P 500, et l'indice VIX qui lui appartient devraient continuer à contribuer et à accroître sa rentabilité et à alimenter sa croissance. Troisièmement, son engagement soutenu en matière d'innovation, comme en témoigne sa récente plateforme C2, devrait permettre de renforcer sa compétitivité et de se démarquer encore davantage. Quatrièmement, nous croyons que CBOE est dirigée par une équipe de gestionnaires chevronnés qui oeuvrent depuis très longtemps au sein de la société. Nous avons acquis une position relativement modeste jusqu'à maintenant dans le titre, mais nous comptons accroître de manière opportune notre participation au fil du temps dans cette société de haute qualité.

Par ailleurs, au cours de ce dernier trimestre de l'année, nous avons acquis une participation dans *Grand Canyon Education, Inc.* (« LOPE »), un chef de file dans la fourniture de services d'enseignement postsecondaire qui compte approximativement 42 000 étudiants, dont environ 10 % sont inscrits dans des programmes à son campus physique, de type traditionnel, de Phoenix, en Arizona, et 90 % sont inscrits à un programme en ligne. La société a développé plusieurs programmes dont près de 70 % sont liés aux domaines des soins de santé et de l'éducation, et mise beaucoup sur ses programmes de maîtrise. Bien que le secteur de l'éducation ait traversé une violente tempête cette année en raison d'un accroissement de la réglementation et du contrôle exercé par le gouvernement, nous croyons que Grand Canyon se trouve dans une position idéale pour composer avec les changements à venir à l'égard du recrutement et de l'endettement des étudiants, et même prospérer dans un environnement beaucoup plus réglementé. Depuis 1995, les titres du secteur de l'éducation ne se sont négociés à escompte par rapport à l'indice S&P 500 seulement qu'à deux reprises, et chaque fois que cela s'est produit, le repli s'est avéré être une occasion d'achat formidable. Bien que nous reconnaissons que cette fois-ci, les changements réglementaires en cours sont de grande envergure, sérieux et profonds, et que, par conséquent, les investisseurs devraient faire preuve d'une grande prudence dans ce contexte, nous croyons que les turbulences actuelles dans le secteur à but lucratif créent encore une fois une excellente occasion de placement pour les investisseurs à contre-courant qui investissent dans ce secteur de manière très sélective dans des sociétés qui disposent d'un modèle d'affaires de grande qualité comme Grand Canyon.



L'équipe de haute direction, qui a pris la barre de Grand Canyon en 2008 à peu près au moment où la société a procédé à son premier appel public à l'épargne, avait obtenu beaucoup de succès lors de son passage au sein d'Apollo Group, le plus important fournisseur de services d'enseignement postsecondaire des États-Unis, où elle a dirigé la société durant une période de forte croissance rentable. Contrairement à plusieurs de ses homologues, l'actuelle équipe de direction a accordé une grande importance à la qualité de l'enseignement et à la réussite des étudiants très tôt après avoir pris les rênes de Grand Canyon Education. Ainsi, en misant sur ces aspects, la société a obtenu des résultats supérieurs au chapitre des taux de défaillance, de persistance et de diplomation des étudiants comparativement à la plupart de ses homologues. Par ailleurs, elle a été l'une des premières sociétés du secteur à mettre en oeuvre un système de comptabilité stricte qui lie le financement des étudiants à la réussite scolaire (crédits obtenus). En outre, ses frais de scolarité sont inférieurs à ceux de la plupart des fournisseurs de services d'enseignement à but lucratif, ce qui rend ses programmes plus abordables pour les étudiants. De plus, ses deux principaux secteurs verticaux, soit les soins de santé et l'éducation, sont relativement peu cycliques et jouissent d'un contexte d'offre et de demande plutôt favorable. Outre ces caractéristiques, la grande importance qu'accorde Grand Canyon Education aux programmes de maîtrise fait en sorte qu'ils représentent une proposition de valeur attrayante pour les étudiants, puisque ces programmes sont relativement courts et apportent des bénéfices concrets après l'obtention du diplôme (habituellement, une hausse salariale appréciable pour l'employé lors de l'obtention de son diplôme). Enfin, grâce à ses programmes abordables et de grande qualité, son bilan sain et son nombre relativement modeste d'étudiants inscrits, nous estimons que la société se trouve dans une position avantageuse pour poursuivre sa croissance à un rythme sain dans les années à venir, malgré un environnement plus exigeant pour les fournisseurs de services d'enseignement à but lucratif. Nous avons réussi à acquérir une participation dans ce titre lorsque son cours se situait à moins de 20 \$, à un moment où le secteur était exposé à de fortes turbulences, soit un niveau de prix qui, à notre avis, constituait une occasion de placement très attrayante pour une entreprise d'aussi grande qualité.

Enfin, nous avons acquis une participation initiale dans *Artio Global Investors Inc.* (« Artio ») au quatrième trimestre. Artio est un gestionnaire d'actifs qui compte environ 53 milliards de dollars sous gestion, dont près de 60 % proviennent de plus de 1 400 clients institutionnels, tandis que le reste provient d'environ 750 000 comptes de fonds communs. Depuis que les gestionnaires actuels ont lancé le produit en 1995, la société cumule une excellente feuille de route et a bâti une franchise exceptionnelle dans le secteur des actions internationales pour sa clientèle américaine. Cette classe d'actifs représente encore plus de 75 % de ses actifs totaux sous gestion. La principale stratégie d'actions internationales d'Artio a surclassé son indice de référence sur 13 des 16 dernières années civiles, et a généré des rendements largement excédentaires sur des périodes annualisées à long terme. Le principal produit de la société bénéficie d'une bonne distribution grâce à un vaste réseau de consultants, de conseillers en placements, de courtiers en valeurs mobilières et de plateformes de fonds communs qui vendent ou recommandent le produit. Parce qu'elle est parvenue à se hisser au haut des classements Morningstar et Lipper au fil du temps, et que la classe d'actifs des actions internationales a continuellement gagné en popularité au cours de la dernière décennie, la société a connu une longue période d'importantes rentrées d'actifs, et ses actifs sous gestion ont enregistré un taux de croissance annualisé de 21 % sur la plus récente période de cinq ans. De plus, le lancement réussi de plusieurs autres produits a également contribué à la croissance des actifs durant la dernière décennie, notamment des stratégies axées sur les titres mondiaux à revenu fixe de qualité supérieure, à revenu fixe, les actions mondiales et les actions américaines à petite capitalisation. Toutes ces stratégies sont classées dans le premier ou deuxième quartile par rapport à leurs homologues depuis leur création. Bien que sa principale stratégie d'actions internationales ait généré des rendements exceptionnels à long terme, elle éprouve des difficultés depuis la robuste reprise des marchés boursiers mondiaux, affichant une contre-performance importante en 2009 et des chiffres qui ont tiré de l'arrière encore une fois en 2010. Ce déficit de rendement par rapport à son indice de référence a entraîné des sorties de fonds au cours de quatre des cinq derniers trimestres, ce qui a eu des répercussions importantes sur la performance du titre depuis son premier appel public à l'épargne en 2009. Au cours du plus récent trimestre, la poursuite du recul du titre a créé, à notre avis, une occasion exceptionnelle d'achat.

Bien que l'on doive faire preuve d'un certain courage pour acheter le titre d'un gestionnaire d'actifs qui traverse une période de contre-performance et de sorties d'actifs, surtout lorsque ces difficultés sont liées à sa stratégie dominante et lorsqu'un de ses produits représente une pondération très importante des actifs totaux, nous croyons que la société parviendra à stabiliser sa performance et, par conséquent, ses actifs sous gestion dans un avenir rapproché. Notre niveau de confiance tient au fait que l'industrie de la gestion d'actifs est essentiellement l'affaire de gens et, par conséquent, la qualité de l'équipe qui gère l'argent compte pour



beaucoup. Ce qui est formidable à propos d'Artio, c'est que la même équipe qui a cumulé des résultats remarquables au fil des ans est toujours en poste aujourd'hui, et qu'il n'y a pas eu de roulement non désiré de personnel au sein de l'équipe de placement depuis que le produit a été lancé il y a 15 ans. Selon les informations que nous avons pu recueillir de différentes sources, les deux mêmes co-gestionnaires sont toujours aussi travaillant et très motivés. Nous croyons que la conjoncture des deux dernières années a été extrêmement défavorable à leur style de placement conservateur et axé sur les titres de grande qualité, ce qui explique leur contre-performance. Puisque le titre se négociait à 8 fois les bénéfices et 4 fois le BAIIA, qu'il génère des marges d'exploitation parmi les plus élevées de l'industrie, des rendements incroyablement élevés du capital et des fonds propres et de très robustes flux de trésorerie disponibles, en plus d'afficher un bilan sain, nous estimons que nous avons réussi à acquérir ce titre à un prix très attrayant qui devrait contribuer à notre rendement de placements dans les années à venir. Déjà, même si nous ne détenons le titre que depuis peu, il a produit de très bons résultats et affiche un rendement à deux chiffres.

Au moment d'entreprendre une nouvelle année, nous sommes très confiants de nous trouver extrêmement bien positionnés pour générer d'excellents rendements pour nos clients et surclasser notre indice de référence au cours des prochaines années. Notre niveau élevé de confiance découle d'un certain nombre de facteurs. Tout d'abord, nous croyons que tous les ingrédients sont réunis pour que les sociétés à petite capitalisation boursière de grande qualité surclassent le rendement global du marché des petites capitalisations. Depuis 2003, deux années seulement ont été favorables aux sociétés de grande qualité, soit 2004 et 2007. En dépit de cette longue période de temps plutôt hostile à notre philosophie de placement, nous avons réussi à créer beaucoup de valeur par rapport à notre indice de référence et nos homologues, malgré le style de placement que nous privilégions. Lorsque l'on regarde vers l'avenir, en dépit de l'abondance récente de rapports positifs, nous croyons que la situation de l'économie américaine demeure mitigée et qu'elle comporte certaines zones d'incertitude. Par ailleurs, dans l'ensemble, les évaluations des titres des sociétés à petite capitalisation se sont considérablement raffermies dans la foulée de la forte progression du marché et, en comparaison de l'an dernier, nous observons actuellement des multiples d'évaluation beaucoup plus élevés, qui frisent davantage les sommets qu'il y a un an, compte tenu des niveaux de bénéfices générés à l'heure actuelle. En outre, la barre a été placée beaucoup plus haute au chapitre des estimations de bénéfices, alors que le marché anticipe toujours une forte croissance des bénéfices des sociétés à petite capitalisation, en dépit d'une base de comparaison beaucoup plus élevée et des vents contraires qui continuent de souffler sur la demande et les coûts d'exploitation dans certains secteurs. La combinaison de tous ces facteurs fait en sorte qu'il nous semble très difficile d'envisager l'éventualité d'une troisième grosse année consécutive au chapitre des rendements des sociétés à petite capitalisation. De plus, les titres de grande qualité que l'on retrouve dans notre univers des sociétés à petite capitalisation ont, de manière générale, tiré de l'arrière durant ce marché haussier et sont actuellement beaucoup plus abordables que les titres des sociétés à très petite capitalisation et ceux de faible qualité.

Ainsi, en raison des nombreuses préoccupations d'ordre macroéconomiques qui subsistent, de l'accroissement important des multiples d'évaluation des actions et du niveau élevé de complaisance des investisseurs, nous croyons que la table est mise pour que des stratégies de sélection de titres comme la nôtre génèrent des rendements supérieurs en 2011. Nous croyons que les investisseurs accorderont de nouveau plus d'attention aux données fondamentales des sociétés prises individuellement qu'aux facteurs macroéconomiques, au fur et à mesure que ce marché haussier parviendra à maturité, et comme cela se produit habituellement après deux années très robustes de reprise des actions comme nous venons de connaître.