



**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 corporatif basé aux États-Unis (100,00 millions en dollars US). Il s'agit du tout premier client de VBA basé aux États-Unis.

**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 30 septembre 2010 se classe :

- dans le 14<sup>e</sup> percentile sur dix ans,
- dans le 8<sup>e</sup> percentile sur cinq ans,
- dans le 8<sup>e</sup> percentile sur quatre ans,
- dans le 9<sup>e</sup> percentile sur trois ans et
- dans le 45<sup>e</sup> 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 30 septembre 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 30 septembre 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	6,82	11,14	15,86	5,92	2,01	6,79	7,59	10,33	10,84	10,74	11,15
Indice Russell 2000	11,29	9,12	13,35	1,25	-4,29	-0,38	1,60	6,13	7,25	4,00	4,01
Indice S&P 500	11,29	3,89	10,16	1,27	-7,16	-1,75	0,64	4,04	3,00	-0,43	-0,52
<b>Valeur ajoutée (portefeuille moins le Russell 2000)</b>	<b>-4,47</b>	<b>2,02</b>	<b>2,51</b>	<b>4,67</b>	<b>6,30</b>	<b>7,17</b>	<b>5,99</b>	<b>4,20</b>	<b>3,59</b>	<b>6,74</b>	<b>7,14</b>

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 30 septembre 2010, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain (« Fonds composé de caisses de retraite ») totalisait 506,82 millions de dollars US en titres à petite capitalisation boursière, soit 90,55 % de l'actif US géré et 43,82 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend onze 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 157 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 troisième 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](mailto:contact@vbassociates.com). Nous vous invitons également à consulter notre site web à l'adresse suivante : [www.vbassociates.com](http://www.vbassociates.com).

Veillez agréer l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le président et chef de la direction,

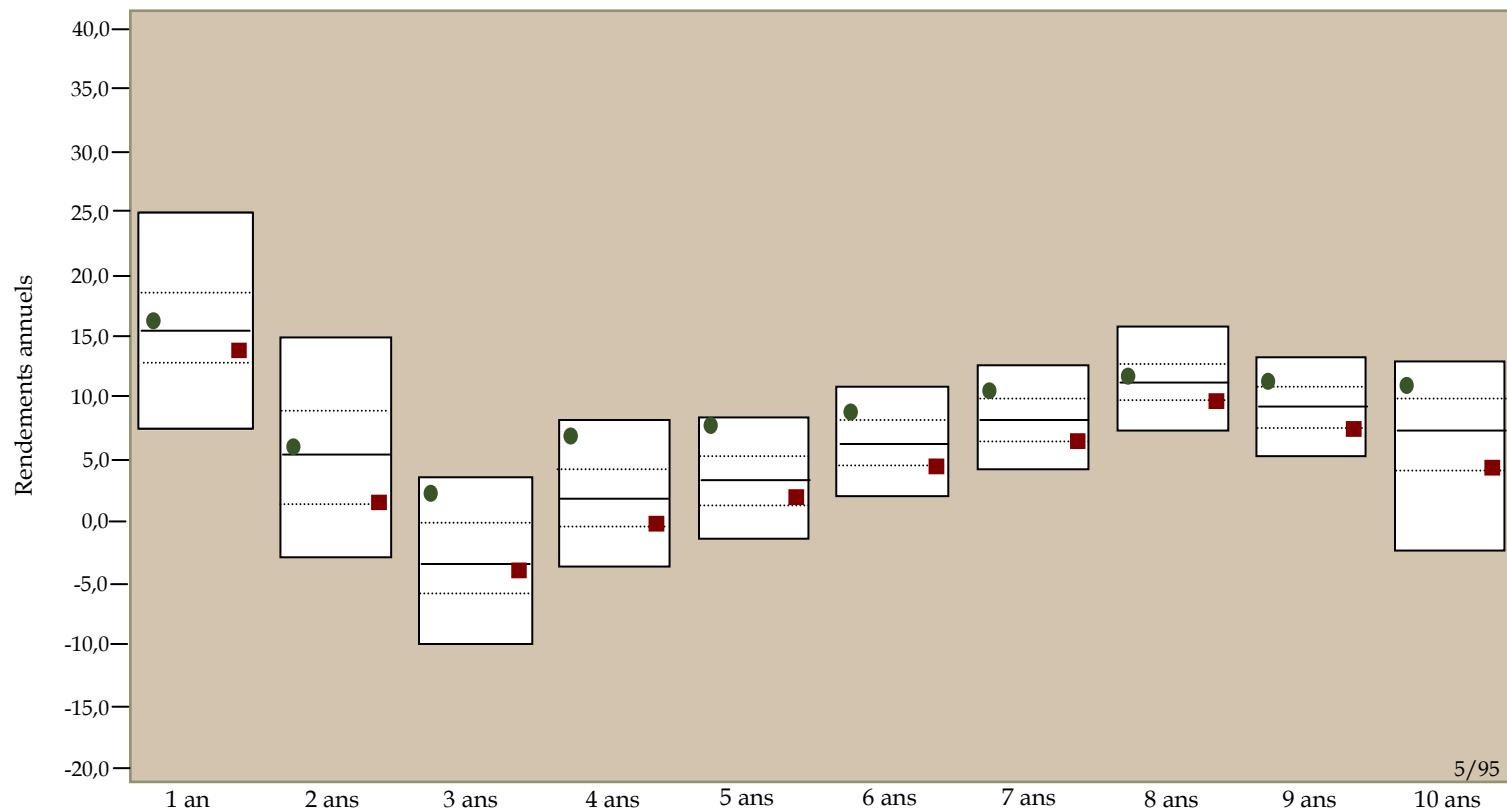
*J. Sebastian van Berkom*

# 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 30 septembre 2010



● Fonds composé de VBA  
■ Indice Russell 2000

	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	45	45	9	8	8	19	17	39	25	14
■ Indice Russell 2000	67	75	56	71	68	77	76	76	77	74
# de portefeuilles	372	357	345	317	285	256	231	201	176	157

Source de l'univers : Russell Investment Group

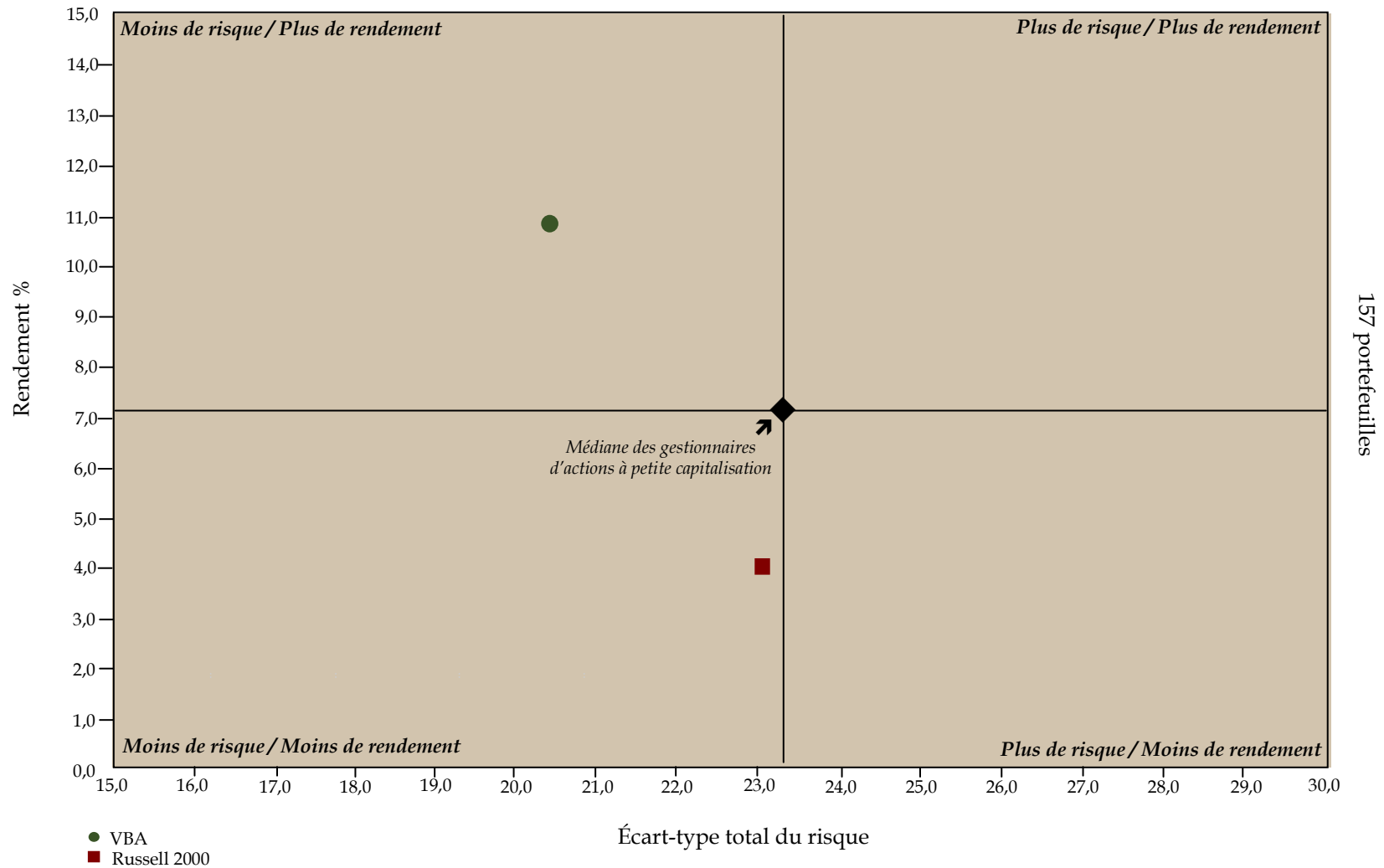
# RISQUE/RENDEMENT DU FONDS COMPOSÉ DE VBA - MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



## Univers d'actions à petite capitalisation

Risque / Rendement

Période de 10,0 se terminant le 30 septembre 2010



Source de l'univers : Russell Investment Group



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

Le marché a manifestement continué à faire preuve d'un comportement bipolaire durant ce trimestre de septembre. Ainsi, les rendements sur le marché boursier américain au cours de cette plus récente période ont été presque tout le contraire de ce qui s'était produit lors du trimestre précédent puisque tous les principaux indices américains ont affiché un rendement positif d'un peu plus de 10 %, et que les marchés des titres des sociétés à petite et grande capitalisation ont tous les deux progressé d'un pourcentage similaire. Le marché a bien entendu été très volatil et a fluctué en dents de scie au cours des trois derniers mois, avec d'importantes hausses mensuelles en juillet et en septembre, entrecoupées d'un mois d'août très difficile. Presque tous les marchés de la planète ont enregistré une progression passablement importante au cours de la période de septembre.

Ce qui nous a particulièrement surpris, c'est que pendant que de nombreux investisseurs se ruiaient pour placer leur argent dans l'or et les obligations afin de se protéger soit des perspectives imminentes d'inflation ou encore de la possibilité terrifiante mais bien réelle de déflation, un certain nombre d'autres participants au marché s'affairaient de leur côté à faire monter les cours des titres boursiers en dépit de l'ensemble des préoccupations que traduisait le comportement des marchés de l'or et des obligations. Ainsi, ce phénomène plutôt étrange a alimenté une reprise synchronisée des obligations, de l'or, du pétrole, des produits de base et des actions au cours de ce dernier trimestre. Bien que nous aurions cru que les investisseurs boursiers auraient été de plus en plus préoccupés par les signaux fortement négatifs envoyés par les marchés de l'or et des obligations, il serait par ailleurs très naïf de notre part de négliger l'impact et l'importance de toutes ces liquidités injectées dans le système par la Réserve fédérale au cours des derniers mois. En fait, seulement en 2009, la Réserve fédérale a imprimé et injecté assez d'argent dans le système pour combler le déficit annuel. Comme si elle n'en avait pas assez fait pour inonder le marché de liquidités, la Réserve fédérale a fait savoir aux investisseurs au cours des dernières semaines qu'elle était disposée à faire encore plus « d'assouplissement quantitatif » dans les mois à venir, reconnaissant sobrement que l'économie avait ralenti suffisamment pour devenir une préoccupation réelle pour les banquiers centraux. Ce soutien qu'apporte la Réserve fédérale à l'économie pourrait être une bonne chose si seulement il avait été démontré qu'il s'agissait d'un moyen efficace d'aider l'économie; toutefois, nous cherchons toujours des indices permettant de démontrer l'efficacité réelle de cette stratégie sur l'économie, au-delà de son impact sur la progression des marchés boursiers. Nous avons trouvé presque insultant d'entendre le National Board of Economic Research (« NBER ») affirmer durant ce trimestre que cette grande récession avait officiellement pris fin l'an dernier, en juin 2009, alors que les secteurs de l'emploi et de l'habitation demeurent toujours à des niveaux de récession, que pour la plupart des petites et moyennes entreprises l'accès aux capitaux reste encore restreint, que la confiance des consommateurs est faible, que l'économie manque toujours de vigueur puisque le produit intérieur brut actuel (« PIB ») n'atteint que 93,5 % du PIB potentiel et que la croissance du PIB américain a ralenti de manière importante, sinon alarmante, depuis le quatrième trimestre de 2009.

Il faut reconnaître que le sentiment des investisseurs, à la fin du deuxième trimestre, avait atteint un niveau passablement élevé de pessimisme, alors qu'un nombre croissant de participants au marché avaient commencé à prendre en compte la possibilité d'un retour en récession de l'économie. Du même coup, le revirement abrupt de l'humeur du marché auquel nous avons assisté au troisième trimestre a également joué un rôle important dans ces rendements des marchés exceptionnellement élevés, alors que la publication de données économiques mixtes mais stables dans l'ensemble a amené les investisseurs à croire qu'ils étaient peut-être devenus exagérément négatifs à l'égard des perspectives économiques. Ces derniers ont donc décidé de ne plus prendre en considération le risque d'un retour en récession dans leur évaluation de nombreux titres. À la suite de la publication d'autres données macroéconomiques anémiques, le marché s'est mis à croire de plus en plus que la Réserve fédérale viendrait encore une fois à la rescousse. L'intensification des activités de fusion et acquisition a elle aussi contribué à la progression du marché, alors que plusieurs ententes ont été annoncées durant les mois

d'été, les sociétés américaines disposant de niveaux records de liquidités, mais d'occasions de croissance interne limitées compte tenu du contexte économique, dans la plupart des cas. Peut-être y a-t-il eu aussi un sentiment de désespoir parmi les nombreux gestionnaires de placements qui ont tiré de l'arrière par rapport à leur indice de référence durant la majeure partie de cette reprise, et qui ont cette fois décidé d'investir sur le marché boursier afin d'éviter d'être laissés pour compte encore davantage durant cette reprise qui se poursuit depuis des mois, ce qui peut également avoir contribué à alimenter la récente progression des marchés.

Il ne fait aucun doute que nous avons assisté à un autre trimestre difficile pour les gestionnaires de fonds actifs, alors que moins de 50 % des gestionnaires de portefeuilles d'actions de sociétés à petite capitalisation boursière sont parvenus à battre leur indice de référence durant cette période terminée en septembre. Cette contre-performance généralisée fait en sorte que moins de la moitié des gestionnaires de portefeuilles d'actions de sociétés à petite capitalisation boursière ont réussi à ajouter de la valeur par rapport à leur indice de référence depuis le début de l'année. Les gestionnaires de portefeuilles d'actions de sociétés à grande capitalisation boursière et les fonds de couverture ont été encore plus éprouvés dans cet environnement, ce qui a nourri un sentiment grandissant de frustration parmi les investisseurs. L'incapacité de la plupart des gestionnaires à surpasser la performance de leur indice de référence depuis le début de la crise financière est devenue l'objet de nombreuses conversations récemment, certains observateurs du marché allant même jusqu'à claiçonner que la sélection de titres individuels était dépassée. Cette affirmation tient au fait qu'indubitablement, depuis le début du repli du marché en 2008, ce sont les facteurs macroéconomiques, beaucoup plus que les résultats individuels des sociétés, qui ont fait évoluer le marché de manière significative vers le haut ou vers le bas, en fonction des développements à l'échelle mondiale. Pour donner plus de poids à cette théorie, la corrélation au sein des actions composant le S&P 500, qui s'est maintenue aux alentours de 27 % de 2000 à 2007, a grimpé à environ 80 % durant la crise financière de même qu'au cours du deuxième trimestre lors de l'éclatement de la crise des dettes souveraines en Europe. Cette corrélation au sein des actions américaines s'est maintenue aux alentours de 70 % même durant ce troisième trimestre, des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis la Grande Dépression des années trente. Pour les gestionnaires de placement, le fait que les titres évoluent à la hausse et à la baisse en bloc a pour effet de diminuer considérablement leur capacité à dégager des rendements supérieurs à leur indice de référence et de réduire considérablement l'écart de rendement entre les meilleurs et les pires gestionnaires.

Nous trouvons évidemment ridicule l'idée selon laquelle la sélection de titres individuels ne serait désormais plus pertinente, comme s'il était réellement possible de remplacer les principes de base du placement par un nouveau concept ou une approche au goût du jour. Il nous apparaît tout à fait logique de penser que les cours des titres de sociétés dont les perspectives diffèrent grandement ne devraient pas évoluer en bloc ou de manière extrêmement similaire. Par conséquent, nous sommes d'avis que cet environnement difficile pour les sélectionneurs d'actions, et dont nous nous plaignons depuis plusieurs trimestres, n'est que passager et qu'il aura le grand avantage de créer de toutes nouvelles occasions de placement pour les investisseurs avisés qui croient encore aux principes de base en matière d'investissement.

Il est vrai que nous préférons critiquer ou encore nous plaindre de la dynamique et de la direction du marché lorsque nous surpassons le rendement notre indice de référence ou celui de nos homologues, puisque cela nous évite de donner l'impression de chercher des excuses peu convaincantes comme le font habituellement les gestionnaires dont le rendement est inférieur à leur indice de référence. En ce qui nous concerne, le trimestre de septembre s'est avéré décevant, puisqu'il a marqué la fin d'une longue série de neuf trimestres consécutifs d'ajout de valeur par rapport à l'indice Russell 2000 (notre dernier trimestre de contre-performance remontait au premier trimestre de 2008). Ainsi, jusqu'à ce troisième trimestre, nous avons surpassé le rendement de notre indice de référence des sociétés à petite capitalisation boursière durant 13 des 14 derniers trimestres depuis le début de 2007, même pendant la sévère crise financière que nous avons traversée puis la forte reprise du marché boursier, et en dépit des niveaux élevés de volatilité durant la période et des conditions de marché en évolution rapide. Comme c'est le cas avec toutes les séries de succès, elle devait éventuellement prendre fin, et même si nous

avons travaillé d'arrache-pied pour retarder l'inévitable, cette contre-performance devait éventuellement se produire à un moment donné, puisque notre portefeuille constitué de 37 à 38 titres se mesure à un indice de référence largement diversifié. Puisque notre portefeuille s'est fortement démarqué durant la première moitié de l'année avec un rendement très supérieur et un classement global dans le 3<sup>e</sup> percentile, ce n'était qu'une question de temps avant que notre performance ne retrouve un niveau un peu plus près de la moyenne du marché, dans cet environnement inhabituel où les actions américaines évoluent en étroite corrélation et les écarts de rendement entre gestionnaires sont moins considérables.

D'une part, certains de nos titres affichant un coefficient bêta plus élevé, de même que certains autres dont le rendement est plus tributaire de l'évolution de l'économie, qui ont contribué à notre performance depuis le début de cette reprise et qui nous ont aidés à surpasser le rendement de notre indice de référence et celui de nos homologues, ont manqué de souffle durant ce trimestre, poursuivant pour la plupart leur progression, sans toutefois réussir à suivre le rythme du marché. En outre, le rendement de notre portefeuille durant ce trimestre de septembre n'a pas été aussi prévisible et n'a pas suivi l'évolution du marché comme il l'avait fait durant la récession et la reprise : il a considérablement tiré de l'arrière durant un mois de juillet très positif pour le marché; il a été légèrement inférieur au rendement de l'indice des titres des sociétés à petite capitalisation boursière au mois d'août dans un marché baissier; et il a surperformé durant le meilleur mois de septembre qu'a connu le marché boursier américain depuis 1939. En fait, nous avons conclu un trimestre décevant sur une note très positive en septembre, alors que nous avons surpassé de beaucoup le rendement de notre indice de référence et celui de nos homologues, et que nous avons enregistré notre deuxième meilleur rendement mensuel absolu depuis la création de ce produit il y a plus de dix ans. Par conséquent, notre performance n'a pas été aussi constante durant ce trimestre, et l'équilibre que nous cherchons à maintenir entre les titres défensifs et ceux des sociétés de grande qualité dont le rendement est plus étroitement lié à l'évolution de l'économie, une stratégie qui a particulièrement bien fonctionné au cours des trois dernières années, n'a pas été aussi efficace durant ce trimestre. Notamment, contrairement à l'habitude, les titres du secteur de la santé que nous détenons ne nous ont pas protégés contre un recul au mois d'août, puisque le secteur a été durement touché par un renforcement de la réglementation, de même que par la publication de données objectives et de preuves empiriques démontrant que cette récession avait été si sévère qu'elle avait même commencé à avoir des répercussions sur les volumes de patients et l'utilisation globale des services de soins de santé. De ce fait, de nombreux investisseurs ont commencé à craindre que le secteur ait perdu ses caractéristiques défensives et se sont empressés de se départir de ces titres en bloc, les considérant dorénavant sous le même angle que les titres de tous les autres secteurs dits « cycliques ».

Toutefois, le thème de loin le plus marquant de ce trimestre aura été pour nous celui du rôle croissant du gouvernement en matière de surveillance, de contrôle, de réglementation et de participation dans différents secteurs de l'économie. Bien que nous ayons déjà eu par le passé à composer avec plusieurs situations semblables au fil des nombreuses années au cours desquelles nous avons investi dans ce marché, notre rendement durant ce plus récent trimestre a été affecté de façon disproportionnée par ces efforts d'intervention directe du gouvernement dans plusieurs secteurs d'activité. Ainsi, par le biais des titres des sociétés *LHC Group, Inc.* et *Amedisys, Inc.* que nous détenons, nous avons été exposés aux retombées négatives de l'intensification des contrôles et de la surveillance du gouvernement dans le secteur des soins de santé à domicile visant à prévenir toute tentative de la part de certains acteurs de l'industrie d'abuser du système de remboursement. Nous avons également été touchés par le resserrement important de la réglementation régissant les fournisseurs de services d'enseignement à but lucratif dans le cadre d'une volonté gouvernementale de mettre fin à certaines pratiques discutables de recrutement et d'inscription dans l'industrie qui laissent certains étudiants lourdement endettés à la fin de leur programme d'étude et sans perspectives d'emploi intéressantes. Nous avons également dû composer avec une intervention importante du gouvernement visant à prévenir, ou à tout le moins contenir le nombre imposant de saisies hypothécaires, alors que le marché de l'habitation tente désespérément de se redresser après son effondrement. Les nombreux obstacles administratifs, judiciaires et financiers mis en place par le gouvernement ont contribué à ralentir le rythme des saisies, ce qui a considérablement affecté la trajectoire de croissance de la société *Lender Processing Services, Inc.* dont le titre occupe une place importante dans notre portefeuille. Comme si ce n'était pas suffisant,



nous avons été touchés indirectement par la crise qu'a engendrée le déversement de pétrole de BP et le moratoire imposé par la suite sur le forage en eaux profondes par le biais de notre placement dans la société *CAL Dive International, Inc.* (« CAL Dive »), une entreprise de services oeuvrant dans le secteur de l'énergie. Même si la société ne fournit que des services liés au forage gazier en eaux peu profondes, un secteur qui ne fait pas l'objet d'un moratoire, le niveau d'incertitude à l'égard des réglementations futures et des coûts d'exploitation qui résulteront de la surveillance plus étroite du gouvernement fédéral a conduit à une paralysie presque complète des nouveaux projets dans le golfe du Mexique, ce qui a considérablement réduit la visibilité des niveaux d'activité futurs des fournisseurs de services comme CAL Dive dans cette partie du monde.

Ce qui est frustrant avec ces situations de participation ou de réglementation gouvernementale accrues, outre le fait qu'elles soient grandement imprévisibles, c'est qu'elles sont, dans presque tous les cas, motivées politiquement ou mises de l'avant pour servir des intérêts personnels. On peut se faire beaucoup de capital politique ces jours-ci en démontrant que l'on cherche à punir les méchantes entreprises et en donnant l'impression de protéger le « citoyen moyen ». Même dans ces rares cas où une nouvelle mesure législative ou une participation accrue du gouvernement repose effectivement sur de bonnes intentions, elle entraîne presque toujours des conséquences involontaires en raison de politiques mal conçues, en plus d'impliquer un processus de prise de décision d'une lenteur telle qu'il engendre de longues périodes d'incertitude pour les investisseurs. Les investisseurs ont d'ailleurs du mal à digérer ce genre d'interventions gouvernementales, comme nous avons pu le constater durant ce troisième trimestre à la lumière de la performance de certains secteurs, notamment ceux des soins de santé à domicile, de l'éducation et des services pétroliers et gaziers.

Cette question du caractère tentaculaire de l'État devrait continuer à préoccuper les investisseurs pendant encore un certain temps, à moins que ne survienne un changement important de leadership lors des prochaines élections de mi-mandat. Peu importe les résultats du prochain scrutin, il se peut qu'il soit trop tard pour renverser la vapeur de manière importante dans les années à venir tellement la situation est désespérée et problématique. D'une part, le niveau annuel des dépenses du gouvernement fédéral a plus ou moins doublé au cours des dix dernières années, l'inflation générale n'étant responsable que d'environ un quart de cette progression. En d'autres termes, le gouvernement fédéral a doublé de taille depuis 2000. Ce niveau stupéfiant de dépenses ne comprend évidemment pas les dépenses gonflées des autorités régionales et locales. La conséquence de ces dépenses irresponsables est très grave : la dette nationale des États-Unis a presque doublé depuis 2003 et se chiffre actuellement à plus de 120 000 \$ par contribuable. Lorsque l'on prend en compte l'imposant passif non capitalisé des très importants programmes de prestations sans cesse grandissants (la sécurité sociale, le régime public d'assurance-maladie), l'on ajoute environ 355 000 \$ de dette pour chaque citoyen. Cette énorme dette nationale pour les contribuables américains ne tient évidemment pas compte du fardeau supplémentaire que représente leur propre dette personnelle, qui s'élève actuellement à environ 120 % des revenus des ménages. Par conséquent, il est très difficile de concevoir comment le gouvernement fédéral, peu importe qui le dirige, sortira de ce bourbier sans entraîner de sérieuses conséquences à long terme sur l'économie. Il est évident que la solution ne réside pas dans une participation accrue du gouvernement fédéral dans un aussi grand nombre d'aspects de l'économie, comme l'a préconisé l'actuelle administration au cours des derniers trimestres.

Malgré les difficultés que nous ont posées les mesures législatives et l'intensification du contrôle gouvernemental durant ce dernier trimestre, nous avons vu plusieurs des récents titres que nous avons ajoutés au portefeuille en 2009 et 2010 afficher de solides performances, notamment ceux des sociétés *Fossil, Inc.*, *Micros Systems, Inc.*, *Herbalife Ltd.*, *Progress Software Corporation*, *NeuStar, Inc.*, et *MarketAxess Holdings, Inc.* Ainsi, nous continuons à recycler une partie de l'argent provenant de nos titres ayant obtenu les meilleurs rendements dans cette nouvelle génération de titres de base, en cherchant à maintenir adéquate l'évaluation boursière de notre portefeuille tout en améliorant encore davantage son niveau de qualité.



Nous avons également continué à largement profiter des retombées de la reprise des opérations de fusion-acquisition durant ce plus récent trimestre, avec l'acquisition proposée de *Hewitt Associates, Inc.* par son concurrent et géant de l'industrie, Aon Corporation. Cette transaction s'inscrit dans un mouvement de consolidation bien établi dans le secteur de la consultation en capital humain. Dans le cadre de cet accord stratégique, Aon a offert aux actionnaires de *Hewitt Associates* une prime d'environ 40 % par rapport au cours de l'action juste avant l'annonce. Comme le titre de *Hewitt* constituait l'une des positions les plus importantes de notre portefeuille, le solide rendement généré par cette transaction aura permis de mieux composer avec les vents contraires auxquels nous avons été confrontés durant le trimestre de septembre. Nous avons aussi fini par vendre trois des titres que nous détenions depuis le plus longtemps dans notre portefeuille : *Interactive Data Corporation*, *Hewitt Associates, Inc.*, et *Saga Communications, Inc.* Le processus d'acquisition des deux premières sociétés était en voie d'être complété tandis que le titre de la troisième offrait une bonne occasion de vendre la totalité de notre participation après avoir enregistré une très forte hausse de plus de 70 % depuis le début de l'année.

Même s'il s'est avéré plus difficile de trouver de nouvelles idées de placement prometteuses durant les mois d'été en raison de cette forte reprise caractérisée par un degré de corrélation élevé parmi les différents secteurs et titres individuels, nous croyons avoir identifié un titre vraiment prometteur soit celui de la société *MarketAxess Holdings*, dont nous avons acquis des actions plus tôt durant le trimestre de septembre. Avec une part de marché de plus de 90 %, *MarketAxess* exerce un quasi-monopole sur le commerce électronique des obligations d'entreprises aux États-Unis grâce à sa plateforme de négociation développée à l'interne qui relie environ 80 courtiers-négociants à près de 800 firmes de placement. La position très avantageuse qu'occupe la société sur le marché lui permet de générer des marges bénéficiaires et des rendements sur le capital très élevés. Bénéficiant d'une liquidité considérable que lui procure la vaste base de négociants reliés à sa plateforme, d'un niveau élevé d'activité et d'une forte demande de la part de négociateurs d'obligations et d'investisseurs souhaitant acquérir des obligations d'entreprises, la société profite véritablement de « l'effet de réseau », ce qui crée une importante barrière à l'entrée. En outre, la plateforme de négociation de la société est de plus en plus intégrée aux systèmes de TI (comme les systèmes de gestion des ordres) des clients et des courtiers, ce qui contribue à renforcer sa position sur le marché et à rendre ses services encore plus indispensables. Dans le cadre de notre processus de vérification préalable à l'achat de ce titre, nous avons effectué plusieurs vérifications auprès de membres du réseau, aussi bien du côté des courtiers vendeurs que des acheteurs institutionnels, et les commentaires recueillis lors de nos conversations ont été remarquablement unanimes : *MarketAxess* offre un produit de grande qualité, apprécié des acheteurs institutionnels qui exigent des courtiers avec lesquels ils font affaires de transiger sur la plateforme de la société, puisqu'il s'agit d'un moyen efficace, transparent et très avantageux en termes de coûts, de négocier des obligations d'entreprise. Ce soutien important des firmes de placement à l'égard du produit et l'effet de réseau qui résulte de l'envergure des volumes négociés par l'entremise de la plateforme de *MarketAxess* peut expliquer pourquoi Bloomberg, qui offre sans frais, depuis plusieurs années, une plateforme de négociation d'obligations à sa clientèle existante, n'a pas encore obtenu de véritable succès avec son offre concurrentielle.

Bien que les concurrents actuels disposant de plateformes électroniques comme Bloomberg n'aient pas réussi à briser sa situation de quasi-monopole, la véritable concurrence de *MarketAxess* demeure le système traditionnel de parquets de négociation qui représente toujours plus de 90 % du volume de négociation des obligations d'entreprises. Nous croyons ainsi qu'en raison de sa proposition de valeur supérieure, la société dispose d'une occasion considérable de réaliser d'autres percées dans le système traditionnel de négociation des obligations. Par ailleurs, même si les obligations américaines de premier ordre et les obligations européennes ont représenté jusqu'à maintenant la majeure partie de son chiffre d'affaires, la société a pris de l'expansion dans d'autres catégories de produits, notamment les marchés émergents, les obligations à rendement élevé et les obligations d'agences, des secteurs qui pourraient connaître une croissance relativement importante dans les années à venir par rapport aux niveaux actuellement peu élevés. Par ailleurs, la société participe activement au développement d'un système de négociation électronique pour les swaps sur défaillance de crédit (SDC), comme l'a exigé le gouvernement au lendemain de la crise du crédit. Historiquement, les SDC constituaient une catégorie de

produits négociés hors bourse. Dans un avenir rapproché, ils devront se négocier par l'entremise d'une bourse ou d'une plateforme d'exécution de swaps. Même si ce marché pouvait s'avérer très compétitif, il pourrait représenter une occasion de marché considérable pour *MarketAxess*, puisque sa taille est plusieurs fois supérieure à celle du marché des obligations de sociétés de grande qualité. Enfin, à court et à moyen terme, le marché des obligations demeure dynamique aux États-Unis, avec des volumes élevés de négociation à l'extrémité de la courbe et de nombreuses nouvelles émissions de titres d'emprunt de sociétés cherchant à profiter d'un financement à des taux d'intérêt historiquement bas.

Nous avons profité de la faiblesse du titre et du tapage entourant l'annonce qu'un des courtiers qui avaient investi initialement dans le développement de la plateforme de *MarketAxess* avait pris la décision de vendre sa participation dans la société pour acquérir le titre à un cours qui nous apparaissait très attrayant. Nous avons ainsi déboursé moins de 10 fois les flux de trésorerie disponibles, excluant l'importante position de trésorerie (et rajusté pour tenir compte de l'exclusion d'un actif d'impôt différé), pour une entreprise qui a doublé ses ventes et dont le bénéfice et les flux de trésorerie disponibles ont augmenté plusieurs fois au cours des cinq dernières années, qui détient une position concurrentielle très avantageuse, qui est dirigée par une équipe de gestionnaires chevronnés et dont les perspectives de croissance sont reluisantes. Nous croyons qu'au prix auquel nous avons acquis les actions de *MarketAxess*, nous avons pratiquement obtenu sans frais une option sur la réalisation de l'un ou plusieurs des vecteurs de croissance suivants : un accroissement des parts de marché aux dépens du système de parquets de négociation; le succès d'une pénétration sur le marché des SDC; la croissance et l'augmentation des parts de marché dans d'autres catégories de produits. Autrement dit, compte tenu du rendement actuel des flux de trésorerie disponibles que nous procurent ces actions, nous n'avons rien déboursé pour les nombreux facteurs catalyseurs de croissance prometteurs dont dispose la société. Déjà, depuis que nous avons acheté ce titre, il a contribué de manière appréciable au rendement de notre portefeuille puisque les investisseurs ont réagi favorablement à la publication par la société de ses résultats trimestriels et de données positives sur les volumes de négociation.

Ce récent ajout d'un nouveau titre à notre portefeuille illustre bien les efforts que nous ne cessons de déployer dans le but de réduire l'évaluation de notre portefeuille et d'améliorer encore davantage son positionnement et sa qualité d'ensemble. Comme nous l'avons mentionné à maintes reprises par le passé, il s'agit d'un processus sans fin mais nous sommes actuellement très confiants en notre capacité de terminer l'année avec des résultats robustes et de continuer à ajouter beaucoup de valeur pour nos clients sur un horizon à long terme.