



Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période se terminant le 30 septembre 2009 se classe :

**dans le 15^e percentile sur neuf ans,
dans le 17^e percentile sur cinq ans,
dans le 5^e percentile sur quatre ans,
dans le 7^e percentile sur deux ans et
dans le 41^e percentile sur un an**

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

RENDEMENTS DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN

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 2009, comparativement à ceux de l'indice des titres à faible 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 2009)
(en dollars US)**

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 ans (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	8 ans (%)	9 ans (%)	Début le 30/juin/2000
Fonds composé de caisses de retraite de VBA	19,80	29,78	-3,17	-4,27	5,61	7,23	11,01	10,23	10,19	10,65
Indice Russell 2000	19,28	22,43	-9,55	-12,05	-1,14	2,41	8,99	6,51	3,01	3,05
Indice S&P 500	15,61	19,26	-6,91	-14,77	-1,61	1,02	5,86	2,14	-1,54	-1,61
Valeur ajoutée (portefeuille moins l'Indice Russell 2000)	0,52	7,35	6,38	7,78	6,75	4,82	2,02	3,72	7,18	7,60

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 30 septembre 2009, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 289,63 millions de dollars US en titres à faible capitalisation boursière, soit 100,0 % de l'actif US géré et 34,4 % 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 FAIBLE CAPITALISATION BOURSÈRE 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 faible 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 168 portefeuilles de placement évalués par *BNY Mellon Asset Servicing*.

Sur l'échelle de rendement des placements des gestionnaires de titres américains à faible capitalisation boursière, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain se classe dans le 15^e percentile sur neuf ans, dans le 17^e percentile sur cinq ans, dans le 5^e percentile sur quatre ans, dans le 7^e percentile sur deux ans et dans le 41^e percentile sur un an pour la période se terminant le 30 septembre 2009.



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

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu de notre performance et les perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière du troisième trimestre de 2009.

ÉQUIPE DE GESTION D' ACTIONS AMÉRICAINES À FAIBLE CAPITALISATION BOURSIÈRE

En temps que président et chef de la direction, j'ai aussi le plaisir de vous annoncer que deux nouveaux analystes se sont joints à l'équipe de gestion d'actions américaines à faible capitalisation de VBA au cours du troisième trimestre de 2009.

Owen Gibbons, MPhil. Owen est analyste principal, actions américaines de faible capitalisation. Il est responsable de l'analyse fondamentale sur les titres à faible capitalisation du marché américain. Avant de se joindre à VBA, Owen a travaillé pendant plus de 10 ans à titre d'analyste financier, côté acheteur et vendeur, auprès de firmes telles Morgan Stanley, Deutsche Asset Management et, plus récemment, à titre de vice-président, actions internationales chez Gestion de portefeuille Natcan.

Ammar Ali, CFA. Ammar est analyste, actions américaines de faible capitalisation. Il est responsable de l'analyse fondamentale sur les titres à faible capitalisation du marché américain. Ammar a travaillé à titre d'analyste financier pour deux sociétés d'investissement avant de se joindre à Placements Montrusco Bolton à Montréal.

Aussi, Philippe Hynes, analyste principal, a quitté la firme afin de devenir partenaire d'une firme d'investissement en démarrage.

Si vous désirez de plus amples renseignements sur VBA et la division de gestion d'actions américaines à faible capitalisation boursière, n'hésitez pas à communiquer avec moi en tout temps au 1 888 VBA-5759, poste 223 ou au (514) 985-5759, poste 223, avec Mathieu Sirois, au poste 237 ou Benoît Durand, au poste 226 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,

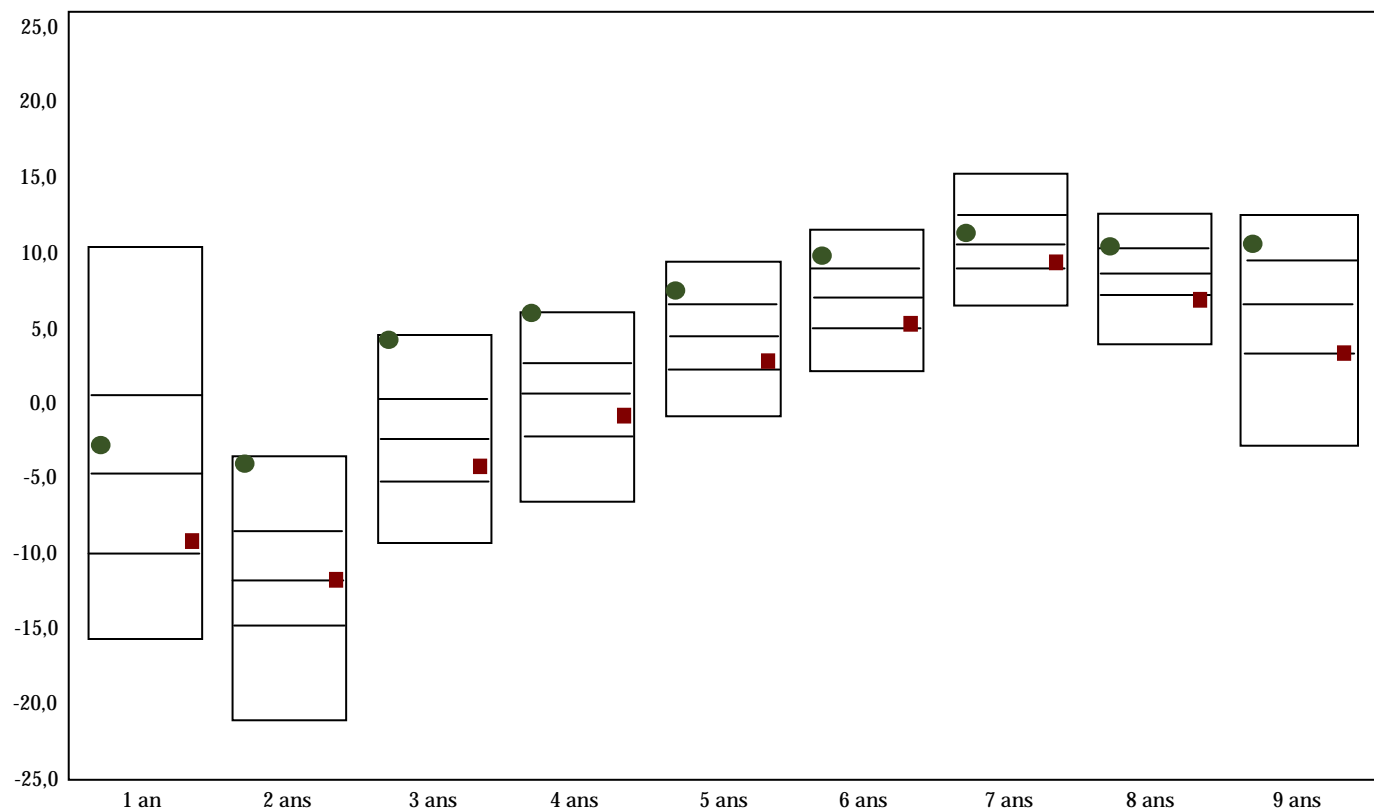
J. Sebastian van Berkom

FONDS COMPOSÉ DE CAISSES DE RETRAITE DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN – UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à petite capitalisation

Taux de rendement pour la période se terminant le 30 septembre 2009



	1 an		2 ans		3 ans		4 ans		5 ans		6 ans		7 ans		8 ans		9 ans	
	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile	Rendement	% Tile
5 ^e percentile	10,1		-3,8		4,2		5,6		9,1		11,3		14,8		12,5		12,2	
25 ^e percentile	0,3		-8,8		-0,1		2,4		6,3		8,6		12,2		9,9		9,1	
Médiane	-5,0		-12,1		-2,7		0,3		4,2		6,8		10,2		8,3		6,3	
75 ^e percentile	-10,3		-15,1		-5,5		-2,5		2,0		4,6		8,6		6,8		2,9	
95 ^e percentile	-16,1		-21,5		-9,6		-6,9		-1,3		1,8		6,2		3,7		-3,2	
# of Portfolios	373		364		336		302		272		248		214		188		168	
● Fonds composé de VBA	-3,2	41	-4,3	7	3,9	6	5,6	5	7,2	17	9,4	17	11,0	42	10,2	21	10,2	15
■ Indice Russell 2000	-9,5	73	-12,0	50	-4,6	68	-1,1	64	2,4	70	5,0	71	9,0	71	6,5	80	3,0	74

Source de l'Univers : Russell Investment Group

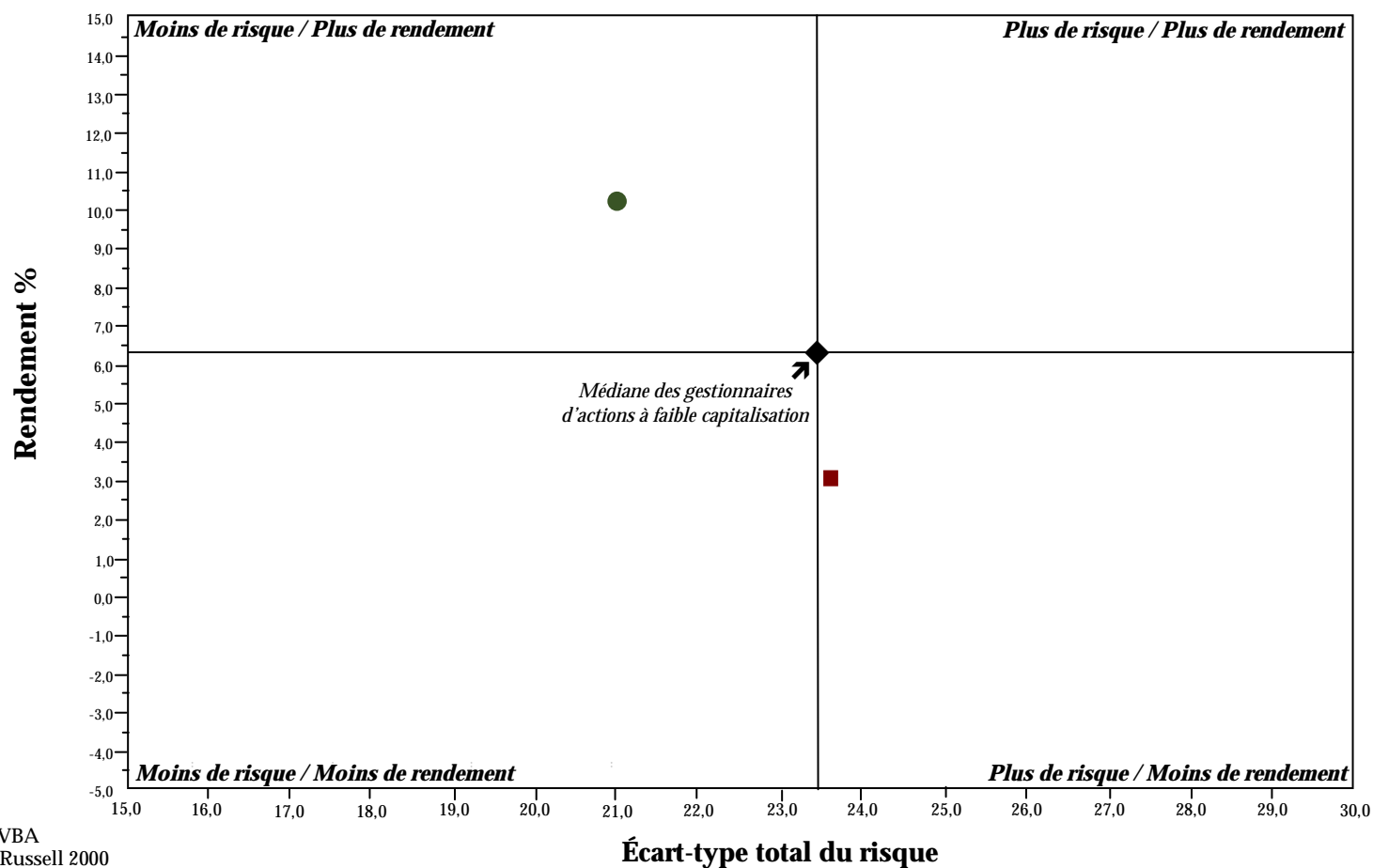
PERFORMANCE DU FONDS COMPOSÉ DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à petite capitalisation

Risque / Rendement

Période de 9,0 ans se terminant le 30 septembre 2009



VBA a généré d'importants rendements excédentaires par rapport à ses pairs et à son indice de référence tout en prenant moins de risque.

Données des rendements avant les frais de gestion

Source de l'Univers : Russell Investment Group : État de l'Univers : Final



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

Les participants au marché ont connu un moment d'extase cet été. Non seulement les investisseurs n'ont-ils pas vendu leurs titres au mois de mai, mais ils ne se sont pas non plus éloignés du marché durant les mois d'été et ont participé avec enthousiasme à une reprise sensationnelle d'une ampleur rarement égalée lors des reprises précédentes qui ont suivi des marchés baissiers. Il semble que les investisseurs avaient toutes les raisons de s'enthousiasmer et de faire monter les cours des titres, alors qu'un flux constant de nouvelles encourageantes nous parvenait chaque semaine ou presque. Il s'agissait en effet d'une toile de fond parfaite pour alimenter une reprise éblouissante. Nous avons tout d'abord vu le marché être inondé d'énormes liquidités et les taux d'intérêt étaient incroyablement bas, deux facteurs favorisant un robuste marché boursier. Qui plus est, les premiers signes d'un redressement général de l'économie mondiale se propageaient à l'échelle de la planète, et l'on observait des signes de vie aux États-Unis dans les secteurs manufacturier, de l'habitation et de l'automobile, ainsi qu'au niveau de la confiance des consommateurs. Puisque la plupart des principaux indicateurs économiques pointaient tous en même temps vers la même direction haussière, la plupart des économistes et des observateurs du marché en sont venus à un consensus clair, à savoir que la récession aux États-Unis a vraisemblablement pris fin à un moment donné cet été, marquant ainsi la fin du plus long ralentissement économique depuis la Seconde Guerre mondiale. Pour la première fois depuis plusieurs trimestres, ces signes évidents de redémarrage de l'économie ont engendré de nombreuses révisions à la hausse des prévisions globales de bénéfices des principaux indices de référence des marchés boursiers et des cibles de croissance de PIB à l'échelle mondiale, après une affreuse série d'importantes révisions à la baisse depuis les débuts de cette récession et de cette crise financière.

Enfin, pour un deuxième trimestre consécutif, les bénéfices des sociétés, même s'ils affichaient un recul par rapport à l'exercice de l'année précédent pour un huitième trimestre d'affilée, ont largement dépassé les attentes lors de la plus récente période de publication des résultats, alors qu'un nombre impressionnant de sociétés ont livré des résultats supérieurs aux prévisions des analystes. Avec toutes ces nouvelles encourageantes, il n'est pas surprenant que nous ayons assisté à l'un des plus impressionnants redressements du marché boursier de tous les temps. Le marché des sociétés américaines à faible capitalisation boursière a quant à lui affiché un rendement époustoufflant de 76 % depuis le creux du marché boursier atteint le 9 mars 2009, surpassant de beaucoup le « maigre » rebond moyen historique de 40 % habituellement observé au cours de la première année suivant un marché baissier. L'ampleur de ce marché haussier a été tout aussi considérable que ce que nous avons connu durant le marché baissier l'an dernier, avec un niveau toujours très élevé de corrélation entre les titres des différents secteurs. Il était certainement merveilleux de voir cette reprise du marché boursier s'étendre à l'ensemble des marchés de la planète de manière synchronisée, quelques mois à peine seulement après avoir vu les marchés boursiers et les économies à l'échelle mondiale chuter en tandem. Ce fut surtout très impressionnant d'assister à ce revirement radical de l'état d'esprit des investisseurs par rapport à un an auparavant : à cette époque, l'an dernier, la base même de notre système financier était sur le point de s'effondrer complètement et tous avaient à l'esprit le redoutable mot commençant par « R » pour Récession, ou encore celui commençant par « D » pour Dépression, ce qui allait provoquer une véritable chute libre des marchés boursiers. Ces jours-ci, les investisseurs s'enthousiasment à l'idée d'un énorme marché haussier et le mot commençant par « R » signifie désormais Reprise, alors que le sens du mot commençant par « D » semble avoir changé pour Délire.

Comme c'est le cas habituellement dans une telle conjoncture, les titres des sociétés américaines à faible capitalisation boursière ont été les principaux bénéficiaires de l'enthousiasme débordant des investisseurs, surpassant largement les rendements des titres des sociétés à forte capitalisation durant ce troisième trimestre. L'indice Russell 2000 a progressé de plus de 19 %, soit environ 400 points de base de plus que le rendement de l'indice S&P 500. Ce rendement supérieur a été réalisé malgré le fait que, pour un deuxième trimestre consécutif, les bénéfices des sociétés à faible capitalisation ont chuté de manière beaucoup plus importante par rapport à l'année précédente que ceux des sociétés de plus grande envergure. Cette performance supérieure du cours des titres, jumelée à une baisse plus

importante des bénéfiques, ont fait en sorte que l'évaluation des titres actuelle des sociétés à faible capitalisation boursière se retrouve plus élevée que celle des sociétés à forte capitalisation, contrairement à ce que l'on observe habituellement après une récession et au début d'un cycle favorable à un rendement supérieur de la part des sociétés à faible capitalisation boursière. Une analyse plus poussée de la performance de la catégorie des sociétés américaines à faible capitalisation montre clairement que les sociétés dont les capitalisations boursières sont les plus faibles, celles qui sont de moindre qualité (tel que mesuré par le rendement sur les capitaux propres), celles qui ne rapportent aucun bénéfice et celles dont le coefficient bêta est plus élevé, ont largement surpassé le rendement de tous les autres titres à faible capitalisation et ont été les chefs de file incontestés de cette reprise fulgurante. En outre, les gestionnaires actifs ont une fois de plus éprouvé de la difficulté à surpasser leur indice de référence des sociétés à faible capitalisation en raison de cette conjoncture particulière, alors qu'une majorité de gestionnaires de fonds communs constitués de titres de sociétés américaines à faible capitalisation boursière ont obtenu des rendements inférieurs à l'indice Russell 2000 au cours de ce troisième trimestre.

Bien que tout semble beau en surface, nous ne pouvons nous empêcher d'inviter à la circonspection face à un tel consensus optimiste puisqu'il repose sans doute sur des bases fragiles et pourrait causer des déceptions au cours des périodes à venir. D'une part, le redressement des bénéfiques des sociétés est entièrement attribuable, jusqu'ici, à la mise en oeuvre de politiques agressives de réduction des coûts et à la réalisation d'énormes gains de productivité, plutôt qu'à une robuste reprise des ventes et de la demande des utilisateurs finaux. En outre, il nous apparaît évident que la plupart des secteurs de l'économie à avoir montré des signes encourageants de reprise sont ceux lourdement soutenus, contrôlés ou financés par le gouvernement. Le secteur de l'automobile, par exemple, nous a récemment fourni une preuve à l'appui de ce point de vue, alors que les piètres ventes d'autos du mois de septembre sont venues confirmer les appréhensions largement répandues d'une chute des ventes au lendemain de la fin du programme de prime à la casse. Dans le même ordre d'idées, même les observateurs les plus pessimistes ne peuvent contester le fait que les valeurs foncières et les transactions résidentielles se sont stabilisées de manière soutenue depuis le creux atteint au début de 2009. Les prix peu élevés des maisons, les mesures incitatives du gouvernement et les niveaux planchers records des taux hypothécaires ont manifestement amélioré l'abordabilité et contribué à la volonté ainsi que la capacité des consommateurs d'effectuer un retour sur le marché de l'habitation. Cependant, il est légitime de se demander de quelle façon le marché de l'habitation actuellement lourdement soutenu par le gouvernement se tirera d'affaires lorsque prendra fin le crédit d'impôt destiné aux premiers acheteurs de résidences vers la fin de la présente année et que les taux d'intérêt recommenceront à augmenter, que le taux de chômage continuera de grimper, que les saisies hypothécaires se poursuivront inexorablement et que le gouvernement mettra fin à son rachat massif de dettes hypothécaires. Nous sommes en outre très préoccupés du fait qu'un pourcentage consternant de 11 % de tous les prêts hypothécaires en cours aux États-Unis sont sérieusement en défaut, ce qui laisse croire qu'un inventaire latent d'habitations pourrait possiblement inonder le marché sous forme de ventes au rabais ou de saisies hypothécaires dans les prochaines années. La plupart des programmes gouvernementaux destinés à inciter les prêteurs hypothécaires à modifier leurs conditions de prêts afin de permettre aux gens de demeurer dans leurs maisons se sont malheureusement avérés en grande partie inefficaces jusqu'à maintenant. Par conséquent, cet inventaire latent de maisons qui grossit n'augure rien de bon pour les prix des maisons et les mises en chantier dans l'avenir.

La situation du chômage est également peu reluisante, alors que le « taux de sous-emploi » (ces travailleurs qui travaillent à temps partiel malgré eux et ceux qui ont abandonné leur recherche d'emploi et sont exclus des calculs officiels du chômage) continue de grimper et atteint 17 %. Par ailleurs, une analyse plus approfondie des données sur le chômage révèle un fait troublant : des 15 millions d'Américains qui n'occupent pas d'emploi en ce moment, environ 5 millions d'entre eux sont des chômeurs de longue date, ce qui signifie qu'ils sont sans emploi depuis plus de 27 semaines. Malheureusement, il s'agit d'un pourcentage record depuis la Seconde Guerre mondiale, qui pourrait très bien indiquer que le chômage est en voie de devenir plus structurel, puisque les travailleurs qui sont sans emploi depuis plus de six mois suscitent en général moins d'intérêt aux yeux des employeurs potentiels

et, par conséquent, leur réinsertion sur le marché du travail s'avère beaucoup plus difficile. Comme si la situation du chômage n'était pas une raison suffisante de s'inquiéter à propos des consommateurs américains, l'état largement connu de leur bilan est tout aussi problématique. Comme ils ont commencé à le faire récemment, tout effort soutenu de la part des consommateurs américains visant à réduire leur endettement, de sorte que leur ratio de dette au revenu se rapproche de nouveau des moyennes historiques, impliquerait l'élimination de deux à quatre milliards de dollars de dettes. Malheureusement, il est habituellement très difficile pour les consommateurs de réduire rapidement leur endettement, surtout dans un contexte de faiblesse continue du marché de l'emploi et de croissance anémique du revenu disponible, à moins qu'ils ne se débarrassent de leurs dettes en déclarant faillite, ce qui en soit n'aidait en rien l'économie. Il est par conséquent légitime de croire que ce désendettement des consommateurs prendra des années à se réaliser.

Par conséquent, nul besoin d'être un génie pour réaliser que le consommateur américain, aux prises avec de sombres perspectives dans le secteur de l'habitation, un marché de l'emploi déprimé, une croissance anémique de ses revenus et un surendettement, sans parler de l'effet de richesse négatif réel découlant d'une baisse annualisée de 14,5 % de la valeur nette des ménages depuis le sommet atteint au deuxième trimestre de 2007, sera confronté à de forts vents contraires dans l'avenir prévisible, ce qui affectera considérablement sa capacité ou encore son envie de dépenser. Malheureusement, l'histoire nous montre qu'il n'y a jamais eu de solide reprise économique en l'absence de robustes dépenses de consommation, puisque les deux éléments sont reconnus pour être étroitement liés. Par ailleurs, d'un point plus global, les stratégies de sortie envisagées par la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales pour mettre un terme à leurs vigoureuses interventions dans l'économie, et les conséquences éventuelles de telles actions laissent entrevoir un retour à la réalité susceptible d'engendrer incertitude et perturbation et de constituer une préoccupation de première importance pour les investisseurs. Cela nous amène à conclure qu'à notre humble avis, la reprise économique, bien que manifestement enclenchée, pourrait s'avérer passablement lente, erratique et d'ampleur modeste.

Dans notre compte-rendu du trimestre précédent, nous avons exprimé une certaine inquiétude à l'égard du comportement en apparence complaisant des investisseurs durant le deuxième trimestre et du fossé qui existait entre leur état d'esprit optimiste et la prudence dont faisaient preuve les entreprises et les consommateurs. Nous avons observé le même phénomène durant cette dernière période. Bien que la confiance des consommateurs et des entreprises se soit nettement améliorée par rapport au creux qu'elle avait atteint, ces deux groupes demeurent, avec raison, préoccupés quant à la vigueur de cette reprise et à leurs perspectives, comme l'ont démontré leurs niveaux de dépenses plutôt faibles. Un autre indicateur inquiétant du pessimisme relatif des dirigeants d'entreprises ou encore de leur scepticisme à l'égard de ce marché haussier est sans aucun doute les activités de vente des initiés, qui ont maintenant atteint des niveaux vertigineux. Les initiés ne se sont pas rués vers la porte de sortie en si grand nombre depuis le dernier sommet du marché et le début de la débâcle des prêts hypothécaires à risque élevé il y a environ deux ans. Cette retenue dont font preuve les entreprises et les consommateurs n'a certainement pas empêché les investisseurs de prendre à nouveau des risques. Les participants au marché ont démontré un intérêt grandissant pour les actions et les obligations de moindre qualité, à coefficient bêta plus élevé, ainsi que les catégories d'actifs présentant un niveau de risque plus élevé dans l'espoir de réaliser des rendements supérieurs, ce qui n'est pas sans nous rappeler le bon vieux temps dont nous sommes si nostalgiques. Cependant, à notre avis, les investisseurs sont devenus encore une fois très complaisants compte tenu de toutes les incertitudes qui planent et des signaux contradictoires qui nous parviennent, en plus d'avoir développé un faux sentiment de sécurité à la lumière de la hausse du cours des titres au fur et à mesure de la progression de ce marché haussier.

Heureusement, et contre toute attente, l'inquiétude que nous éprouvions à l'égard de la grande exubérance du marché ces derniers mois ne nous a pas empêchés de surpasser une fois de plus les indices Russell 2000 et S&P 500 au cours de la plus récente période, de même que depuis le creux du marché atteint le 9 mars 2009. Ainsi, le rendement de près de 20 % qu'a enregistré notre portefeuille durant le trimestre a éclipsé aussi bien celui de 19 % réalisé par l'indice Russell 2000 que le rendement de plus de 15 % obtenu par le S&P 500 au cours des trois derniers mois. Notre rendement est d'autant

plus impressionnant depuis le creux du marché boursier atteint le 9 mars, alors que notre portefeuille a enregistré une hausse stupéfiante de 84 %, comparativement à 77 % et 57 % pour l'indice Russell 2000 et l'indice S&P 500 respectivement. Ainsi, ces chiffres démontrent clairement que la prudence dont nous avons fait preuve à l'égard de l'évolution du marché boursier n'a pas nui à notre capacité à générer des rendements supérieurs pour nos clients dans cet environnement puisque nous ne laissons jamais nos points de vue sur le marché boursier et l'économie en général prendre une importance prédominante dans nos décisions de placement, dicter nos efforts de sélection de titres ou encore entraver notre discipline au niveau de l'évaluation de nos titres en portefeuille. Laisser nos opinions sur la situation macroéconomique dicter la composition de notre portefeuille s'avérerait assurément désastreux puisque nous risquerions de nous tromper la plupart du temps. Comme nous l'avons mentionné tout au long de l'année, nous croyons plutôt que l'un des ingrédients clés du succès que nous avons remporté durant le marché baissier l'an dernier ainsi que durant le marché haussier cette année a été notre stratégie de portefeuille de type « barbell » qui consiste à maintenir quelques positions importantes dans des titres plus défensifs, que nous complétons avec plusieurs titres différents de sociétés de grande qualité dont le coefficient bêta est plus élevé et dont la performance est plus directement liée à l'évolution de l'économie. Nous n'avions auparavant jamais atteint un équilibre aussi optimal dans notre portefeuille et profité de retombées aussi énormes de cette approche qu'au cours des deux dernières années.

Le rendement supérieur que nous avons obtenu au cours de ce troisième trimestre a été réalisé en dépit d'un environnement que l'on aurait pu qualifier d'hostile à notre style de placement, où les titres de qualité inférieure et dont la capitalisation boursière est peu élevée ont volé la vedette et alimenté la reprise, alors que notre portefeuille est composé de titres de sociétés de grande qualité dont les capitalisations boursières sont plus considérables, une catégorie qui, dans l'ensemble, n'avait pas la cote des investisseurs durant le trimestre. Par ailleurs, nous ne croyons pas que notre pondération sectorielle puisse expliquer nos rendements supérieurs, puisque d'une part nous avons manifestement profité de la surpondération de notre portefeuille dans les titres du secteur des produits de consommation discrétionnaire et de notre sous-pondération dans les titres du secteur des services financiers, mais notre surpondération dans le secteur des soins de santé qui a tiré de l'arrière et notre manque d'exposition aux titres en forte hausse du secteur des matériaux auraient dû constituer des facteurs atténuants. Ainsi, une fois de plus, c'est du côté de la sélection de titres que l'on doit regarder pour expliquer le rendement supérieur que nous avons obtenu au cours de cette plus récente période. La plupart des titres que nous détenons ont affiché une solide performance globale et ce, dans l'ensemble des différents secteurs dans lesquels nous avons investi, alors que seulement trois des titres que nous détenons ont généré des rendements négatifs au troisième trimestre et un peu plus de la moitié de nos titres (soit dix-neuf titres) ont enregistré un rendement de 20 % ou plus durant cette période. Nous croyons que le rendement supérieur que nous avons obtenu découle en grande partie de la sous-évaluation relative des titres de notre portefeuille par rapport aux principaux indices de référence tout au long de ce marché baissier et durant la reprise, alors que les titres dont les multiples d'évaluation étaient peu élevés ont produit des rendements supérieurs au cours des derniers mois. De plus, nous avons déjà profité d'énormes retombées des efforts considérables que nous avons déployés afin de diminuer l'évaluation boursière des titres qui composent notre portefeuille et accroître encore davantage sa qualité en acquérant des titres de sociétés de grande qualité dont les évaluations boursières étaient très peu élevées durant les beaux jours du marché baissier. Pour preuve, 6 de nos 15 titres qui ont affiché les meilleurs rendements depuis le début de l'année sont des titres de sociétés que nous avons achetés vers la fin de l'année dernière ou cette année.

À l'évidence, plusieurs des titres de grande qualité que nous détenons, dont le coefficient bêta est plus élevé et dont la performance est plus étroitement liée à la situation de l'économie, ont continué d'être nos meneurs dans ce marché haussier. Toutefois, vers la fin du printemps dernier et au cours des mois d'été, alors que cette reprise du marché boursier se prolongeait de manière importante, nous avons commencé à réaliser qu'un écart d'évaluation se creusait rapidement entre les titres plus défensifs, ou ceux qui progressent en fin de cycle, et les titres qui s'apprécient en début de cycle, ou dont le coefficient bêta est plus élevé, du fait que les investisseurs retiraient leurs billes des titres défensifs afin de privilégier les sociétés qui profitent davantage des débuts de cycle et qui habituellement génèrent des rendements



supérieurs à ce stade du cycle. Bien que ces sociétés favorisées en début de cycle devraient effectivement être les premières à ressentir l'impact positif d'une reprise économique générale et à afficher un rendement supérieur à l'ensemble du marché, nous croyons que l'intérêt presque exclusif que les investisseurs ont accordé à ce créneau de marché et la rotation des titres à laquelle ils ont procédé dans leurs portefeuilles afin d'accroître leur exposition, nous ont offert des occasions très intéressantes d'investir dans des titres défensifs, qui n'avaient pas la cote, et des titres de fin de cycle qui n'avaient pas profité de cette reprise jusqu'à tout récemment. En fait, nous avons remarqué tout au long de ce dernier trimestre que les évaluations de ces titres corrélés à la reprise économique sont devenues de plus en plus exagérées et peu attrayantes, tandis que les évaluations en bourse de certains titres plus défensifs sont devenues résolument plus attrayantes, à tout le moins sur une base relative. Par conséquent, alors que ce marché haussier poursuivait son ascension, nous avons empoché certains gains réalisés sur des titres qui avaient progressé au début du cycle et réinvesti le produit de la vente dans certains titres défensifs que nous détenions déjà, et dont les cours avaient connu une contre-performance, ainsi que dans de nouveaux titres de cette même catégorie que nous jugeons fortement sous-évalués. Nous avons donc graduellement augmenté notre participation au cours des derniers mois dans certaines sociétés dont nous détenions déjà des titres comme IMS Health Incorporated, Interactive Data Corporation, Hewitt Associates, Inc., LHC Group, Inc., et Amedisys, Inc., et nous avons acquis des participations dans des sociétés dont nous ne possédions pas encore de titres comme Lender Processing Service, Inc., et John Wiley & Sons, Inc. Notre habileté à identifier ces écarts d'évaluation relatifs favorables qui caractérisent certains titres plus défensifs ou susceptibles de profiter de la reprise en fin de cycle et à prendre des décisions de placement judicieuses nous a porté fruit dès la dernière partie de ce trimestre, puisque ces titres dans lesquels nous avons investi ont depuis vu leurs écarts d'évaluation rétrécir et ont grandement contribué à notre performance globale pour le trimestre, en plus de nous placer dans une position avantageuse pour continuer à connaître du succès au cours des périodes à venir.

Nous sommes par ailleurs assurément très heureux d'avoir pleinement profité de cette fenêtre extraordinaire pour acheter des titres de sociétés de grande qualité à des cours merveilleusement abordables durant le marché baissier, puisqu'il est actuellement devenu très difficile de trouver de nouvelles idées de placement attrayantes après une reprise boursière aussi généralisée et importante. Par conséquent, nous avons acquis dans notre portefeuille les titres d'un nombre plus restreint de sociétés cette année par rapport à l'année précédente, mais tous les nouveaux titres que nous avons achetés sont des sociétés de grande qualité qui nous ont déjà rapporté de bons rendements. Des cinq titres que nous avons achetés jusqu'à maintenant en 2009, les cours de deux d'entre eux, Fossil, Inc. et Micros Systems, Inc., ont doublé de valeur et le cours d'un autre, Lender Processing Services, Inc., est en hausse d'environ 38 % depuis que nous en avons fait l'acquisition il y a environ trois mois. Dans ce contexte, et en raison de l'ampleur qu'a prise ce marché haussier, nous jugeons que l'évaluation en bourse de la vaste majorité des sociétés qui composent notre univers de placement reflète désormais leur juste valeur et semble même, dans certains cas, exagérée. Le seul facteur susceptible de justifier l'évaluation actuelle de la plupart des titres à ce point-ci et de permettre une poursuite de la progression des cours serait un redressement significatif des bénéfices dans les années à venir. En raison de notre nature prudente, nous ne sommes pas encore convaincus de cette éventualité et nous estimons qu'il est très imprudent d'évaluer les titres sur la base des prévisions de bénéfices pour 2011 ou 2012 comme le font actuellement de nombreux investisseurs. De plus, nous préférons opter pour une approche qui repose sur la prémisse selon laquelle les sociétés dont nous détenons les titres dans notre portefeuille afficheront une modeste amélioration de leurs bénéfices en 2010 et un redressement graduel au cours des années subséquentes.

Enfin, nous avons bon espoir que le marché s'approche d'un important point d'inflexion à partir duquel la forte corrélation observée jusqu'à maintenant entre l'ensemble des titres commencera à s'atténuer considérablement et laissera place à plus de discrimination dans l'évaluation des cours des titres sur la base de leur performance individuelle. Compte tenu des niveaux actuels d'évaluation sur le marché boursier, nous sommes persuadés que les entreprises les plus performantes et les franchises de la plus haute qualité commenceront à se démarquer fortement des autres sociétés de moindre qualité qui éprouveront de la difficulté à combler les attentes grandissantes des investisseurs. Nous croyons que cet

environnement de marché conviendra très bien à notre style de placement. La bonne nouvelle est que malgré notre rendement supérieur soutenu, les titres que nous détenons dans notre portefeuille se négocient toujours à rabais par rapport à nos indices de référence américains tout en affichant un niveau de qualité beaucoup plus élevé.