

**Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain se classe dans le 13<sup>e</sup> percentile pour la période de huit ans se terminant le 30 septembre 2008, dans le 2<sup>e</sup> percentile pour la période d'un an se terminant le 30 septembre 2008, et le 2<sup>e</sup> percentile pour le troisième trimestre 2008**

### **Compte-rendu et perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière**

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 2008, 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 Rendements pondérés dans le temps (au 30 septembre 2008)**

	1 mois %	3 mois %	Cumul annuel à ce jour %	1 an %	2 ans %	4 ans %	5 ans %	7 ans %	Depuis le 30/06/200 0 %
Fonds composé de caisses de retraite de VBA	-4,32	7,89	-3,29	-5,36	7,67	10,00	12,15	12,29	12,46
Indice Russell 2000	-7,97	-1,11	-10,38	-14,48	-1,98	5,64	8,15	9,03	4,69
Indice S&P 500	-8,91	-8,37	-19,29	-21,98	-4,68	3,10	5,17	3,50	-0,94
<b>Valeur ajoutée (portefeuille moins l'Indice Russell 2000)</b>	<b>3,65</b>	<b>9,00</b>	<b>7,09</b>	<b>9,12</b>	<b>9,65</b>	<b>4,36</b>	<b>4,00</b>	<b>3,26</b>	<b>7,77</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 conseiller en placement et de gestionnaire de portefeuille de plein exercice 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 2008, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain (« Fonds composé de caisses de retraite ») totalisait 283,0 millions de dollars US en titres à faible capitalisation boursière, soit 96,1 % de l'actif US géré et 34,8 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend six 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 boursière de Russell/Mellon**

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 de *Russell/Mellon Analytical Services* (Russell/Mellon). Vous trouverez également ci-joint un diagramme comparant les risques et le rendement du Fonds composé de caisses de retraite – marché américain à ceux de 192 portefeuilles de placement évalués par *Russell/Mellon Analytical Services LLC*.

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 situe dans le 13<sup>e</sup> percentile pour la période de huit ans se terminant le 30 septembre 2008, dans le 2<sup>e</sup> percentile pour la période d'un an se terminant le 30 septembre 2008 et dans le 2<sup>e</sup> percentile pour le troisième trimestre 2008.

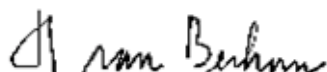
**Compte-rendu et perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière**

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu et les perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière envoyés à nos clients en date du 30 septembre 2008.

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](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.

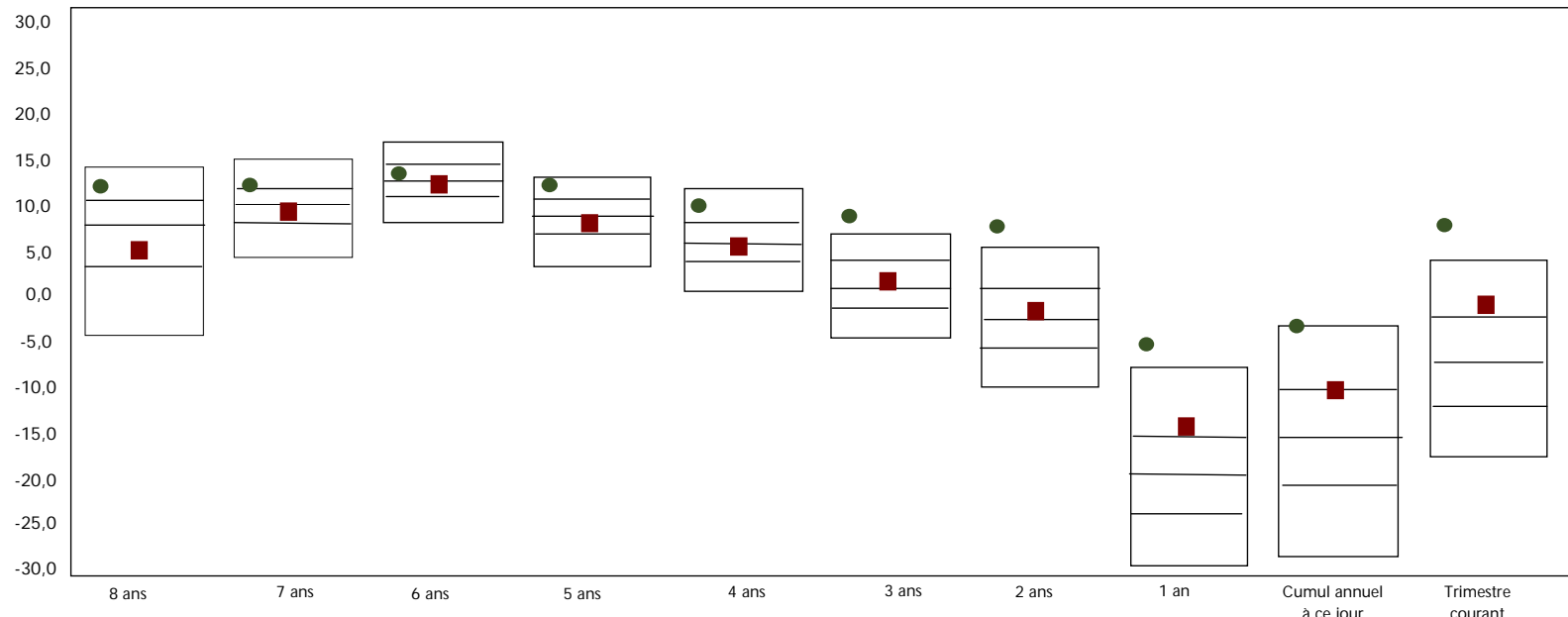
Le président et chef de la direction,



*J. Sebastian van Berkum*

# FONDS COMPOSÉ DE CAISSES DE RETRAITE DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN – UNIVERS RUSSELL/MELLON

Total du fonds : Taux de rendement pour les périodes se terminant le 30 septembre 2008

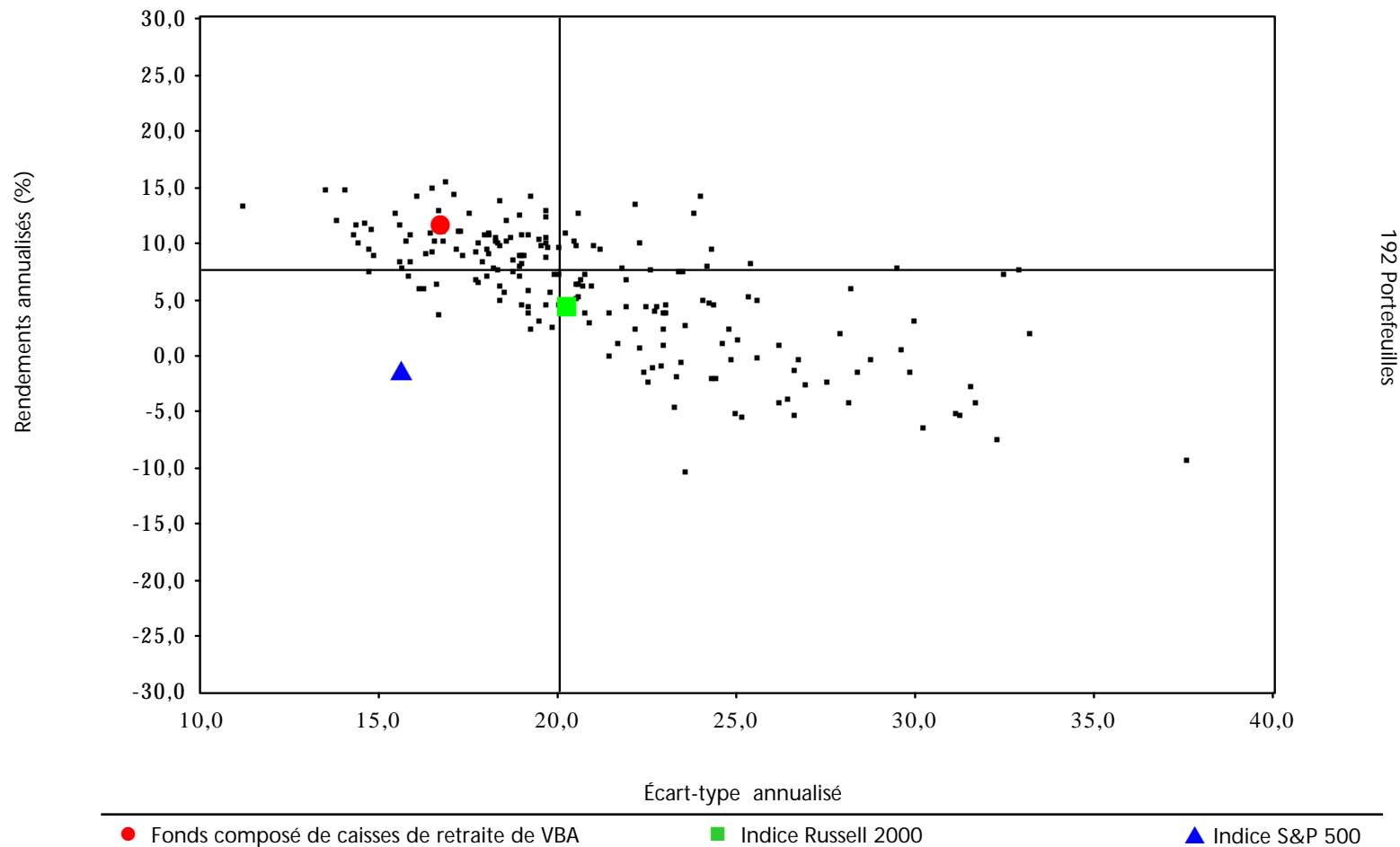


	8 ans		7 ans		6 ans		5 ans		4 ans		3 ans		2 ans		1 an		Cumul annuel à ce jour		Trimestre courant	
	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)
5e percentile	14,0		14,7		17,0		13,1		11,6		6,8		5,3		-8,1		-3,5		3,7	
25e percentile	10,5		11,6		14,3		10,6		8,0		3,8		0,8		-15,6		-10,4		-2,5	
Médiane	7,6		10,0		12,4		8,7		5,6		0,7		-2,7		-19,7		-15,6		-7,4	
75e percentile	3,1		8,0		10,8		6,7		3,7		-1,5		-5,8		-24,0		-21,1		-12,2	
95e percentile	-4,3		4,3		8,1		3,1		0,6		-4,8		-10,2		-31,6		-28,8		-18,0	
# de portefeuilles	192		218		244		276		310		348		378		405		407		409	
<b>Fonds composé de caisses de retraite de VBA</b>	<b>12,0</b>	<b>13</b>	<b>12,3</b>	<b>17</b>	<b>13,6</b>	<b>34</b>	<b>12,1</b>	<b>12</b>	<b>10,0</b>	<b>13</b>	<b>8,7</b>	<b>3</b>	<b>7,7</b>	<b>3</b>	<b>-5,4</b>	<b>2</b>	<b>-3,3</b>	<b>6</b>	<b>7,9</b>	<b>2</b>
Indice Russell 2000	4,7	69	9,0	66	12,4	50	8,1	54	5,6	50	1,8	41	-2,0	46	-14,5	21	-10,4	26	-1,1	20

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 conseiller en placement et de gestionnaire de portefeuille de plein exercice et auprès de la Securities and Exchange Commission (Etats-Unis) à titre de conseiller en placement, a préparé et présenté ce rapport conformément aux normes quant aux Global Investment Performance Standards (« GIPS ») présentation des données de performance du CFA Institute. Le CFA Institute n'a pas été engagé dans la préparation ni la révision de ce rapport. Au 30 septembre 2008, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 283,0 millions de dollars US en titres à faible capitalisation boursière, soit 96,1% de l'actif US géré et 34,8 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend six importantes caisses de retraite. Une liste complète des fonds composés de la firme, accompagnée d'une description de chacun d'eux, est disponible.

# RISQUES ET RENDEMENT DU FONDS COMPOSÉ DE CAISSES DE RETRAITE DE VBA VERSUS L'UNIVERS D' ACTIONS À FAIBLE CAPITALISATION BOURSIÈRE

(Période de huit ans se terminant le 30 septembre 2008)



Source : (c) Russell Investment Group  
© Russell/Mellon Analytical Services LLC. 1999. Tous droits réservés.



---

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

Lors de périodes comme celle-ci, nous jugeons qu'il vaut la peine de revenir aux principes d'investissement de base des investisseurs les plus avisés du monde et d'écouter ce qu'ils ont à dire à propos de la crise actuelle pour obtenir des éclaircissements et des conseils. Nous ne pouvons tout simplement pas trouver meilleur mentor que Warren Buffett lui-même pour nous guider sur ce terrain inconnu. Nous vous ferons donc part, dans ce compte-rendu trimestriel, de la façon dont les principes de placement et l'incroyable finesse d'esprit du vieux sage d'Omaha ont guidé notre stratégie et nos décisions de placement dans ce marché baissier. M. Buffett était en tout cas facilement trouvable au cours des dernières semaines, puisqu'on le voyait partout dans les médias en raison des nombreuses entrevues qu'il a accordées et au cours desquelles il a fait part de son point de vue concernant cette crise du crédit et a partagé certaines de ses idées afin d'aider à la résoudre, et, bien sûr, parce qu'il a annoncé avoir fait deux chèques de plusieurs milliards de dollars à Goldman Sachs et GE.

De tous les mots et expressions utilisés pour qualifier le borbier dans lequel se retrouve le système financier américain et ses conséquences sur l'économie, aucun n'a, selon nous, autant de saveur et de cachet que ce qui devrait devenir une autre citation célèbre de Warren Buffett : un « Pearl Harbor » économique. Nous sommes effectivement d'avis qu'en raison du niveau sans précédent de rebondissements auxquels on assiste sur Wall Street et à Washington, l'actuelle crise du crédit mérite certainement qu'on lui appose cette expression mélodramatique. Comme vous le savez, Wall Street a toujours eu un penchant pour les situations dramatiques et, manifestement, on a atteint un apogée en septembre à ce chapitre. En fait, il y a eu suffisamment « d'articles-vedette » au cours du dernier mois pour tenir la presse financière exceptionnellement occupée pendant une décennie : plusieurs autres milliards de dollars de radiations d'actifs par d'importantes institutions de partout dans le monde, pour un montant total cumulatif de plus de 400 milliards de dollars au cours de la dernière année; une hausse marquée du nombre de saisies immobilières et une poursuite du repli du marché de l'habitation qui éprouve de sérieuses difficultés; le sauvetage et la prise de contrôle de Fannie Mae et Freddie Mac par le gouvernement fédéral; la profonde transformation du paysage des banques d'investissement à la suite des naufrages de Bear Stearns et Lehman Brothers, le sauvetage de Merrill Lynch par Bank of America, et les nouvelles chartes bancaires pour Goldman Sachs et Morgan Stanley; les plus gros échecs jamais vus dans le secteur des banques commerciales (Washington Mutual) et dans le secteur de l'assurance (AIG); d'autres preuves qui confirment que cette crise financière s'est étendue à la plupart des autres pays industrialisés de la planète et qu'on assistera à d'importants sauvetages de grandes institutions financières internationales; le plan de sauvetage de 700 milliards de dollars du système bancaire par le gouvernement fédéral qui vient d'être approuvé.

De tous ces incroyables revirements de situations, aucun ne nous a peut-être semblé aussi renversant que le niveau et l'ampleur de l'intervention du gouvernement américain dans le système financier et dans l'économie de manière générale. L'économie la plus capitaliste de la planète qui a pendant des années évité et répudié publiquement toute forme d'intervention du gouvernement (y compris la plupart des hauts fonctionnaires actuels qui ont été les principaux acteurs des récentes interventions vigoureuses) qui entraverait le libre marché, s'est rapprochée, au cours du dernier mois, beaucoup plus près des modèles économiques de pays comme la France, la Suède ou le Japon. Les États-Unis ont prouvé une fois de plus qu'ils sont un modèle capitaliste unilatéral : un libre marché total lorsque l'économie va bien et qu'elle est propulsée vers des sommets insoutenables grâce aux actions des participants à ce marché, et bien sûr, une intervention massive du gouvernement pour absorber et digérer les bulles dégonflées après leur éclatement. Ainsi, au cours du dernier mois seulement, le gouvernement américain a : nationalisé les deux principaux moteurs du secteur des hypothèques et, par le fait même, s'est engagé pour un montant de 200 milliards de dollars afin de maintenir en activité le marché des hypothèques (une brève note : les contribuables et les investisseurs devraient être déconcertés par la décision du gouvernement de remettre le contrôle de ces deux sociétés à leur organisme de réglementation, soit la même entité qui a effectué un piètre travail de supervision pendant de si nombreuses années); élaboré une entente pour prendre le contrôle du plus important assureur, AIG (avec 85 milliards de dollars prêts à être injectés pour soutenir AIG); étendu l'assurance gouvernementale au-delà des dépôts bancaires jusqu'aux fonds du marché monétaire (50 milliards de dollars alloués à ces garanties); a temporairement interdit la vente à découvert sur environ 800 titres du secteur financier (pour prévenir la manipulation des titres par certains investisseurs, la SEC, à l'aide de ce règlement, manipule en fait le marché



à sa façon); a permis, encouragé ou agi à titre d'intermédiaire dans la faillite ou la vente de plusieurs institutions financières de premier plan (rôle actif dans plusieurs transactions d'envergure); approuvé un imposant plan de sauvetage de 700 milliards de dollars pour le rachat des actifs contaminés des banques en difficulté de manière à ce qu'elles puissent renforcer leur bilan et continuer à prêter. Cette longue liste d'épicerie ne comprend pas les centaines de milliards de dollars que la Réserve fédérale a injectés dans les marchés afin d'en maintenir la liquidité.

Aussi pénible que cette facture, dont on ne connaît pas encore le montant final, pourrait s'avérer pour les contribuables américains, nous croyons que ce niveau d'intervention gouvernementale est absolument nécessaire pour permettre le désendettement massif de l'économie américaine, la cause profonde de cette crise financière. En fait, de 2002 à 2006, les emprunts des ménages américains ont progressé à un taux annuel de 11 % et les emprunts effectués par les institutions financières se sont accru à un rythme annuel de 10 % au cours de la même période, soit des taux de croissance beaucoup plus considérables que la croissance économique générale et sans aucun doute une façon malsaine et non viable de croître. Par conséquent, l'économie américaine est devenue incroyablement surendettée, et lorsque les prix des maisons ont commencé à chuter, la fête était sur le point de prendre fin. Comme Warren Buffett l'a mentionné, alors qu'il commentait le comportement déraisonnable de plusieurs institutions financières au cours des dernières années et le prix qu'ils doivent maintenant payer, « la marée s'est retirée et nous avons pu voir qui se baignait nu », et nous avons constaté qu'il y avait un camp naturiste au grand complet. À la suite de l'effondrement du marché de l'habitation, le désendettement s'est tout d'abord effectué avec les titres liés aux hypothèques à haut risque. Ce processus d'effet de levier inversé s'est maintenant répandu à tous les types de titres adossés à des hypothèques, à l'immobilier commercial, aux swaps de défaut de crédit, au papier commercial, ainsi qu'à d'autres engagements à court terme. En conséquence, compte tenu du nombre si élevé d'importantes institutions financières qui peinent à se désendetter en même temps, le processus ne peut seulement fonctionner que si d'autres parties acceptent d'accroître leur endettement en contrepartie. En raison de l'étendue du problème, et de l'ampleur sans précédent des efforts de désendettement, seul le gouvernement américain dispose des ressources nécessaires et peut accepter d'acquiescer ces actifs contaminés. Pour ces motifs, l'envergure de l'intervention du gouvernement et ses efforts de participation dans le sauvetage du système financier étaient inévitables. Afin de s'assurer que ce sauvetage des institutions financières n'ouvrira pas la voie au risque moral, ou qu'il n'incitera pas les banques à refaire le même numéro, il semble par ailleurs inévitable que cette économie soit soumise à un niveau plus élevé de réglementation et de surveillance de la part du gouvernement, jusqu'à ce que celui-ci relâche de nouveau ces règles à un quelconque moment dans l'avenir et qu'une nouvelle bulle se développe quelque part à un moment donné.

Le plan de sauvetage du gouvernement devrait, sans aucun doute, contribuer à stabiliser le système financier et ses institutions, mais ce plan ne peut en soi restaurer et renforcer toute la confiance, la liquidité, les réserves en capital et les bilans des sociétés financières désespérément nécessaires pour raviver les marchés du crédit et stimuler une reprise économique. Soyez assurés que le plan de sauvetage du gouvernement qui vient d'être approuvé vise à soutenir l'ensemble de l'économie et non seulement Wall Street, puisque les répercussions de l'actuelle crise du crédit sur « Main Street » sont bien réelles et très graves. Le crédit disponible aux consommateurs et aux entreprises est devenu si difficile à obtenir au cours des dernières semaines qu'il se trouve dans un état de quasi-paralysie, ce qui immobilise l'économie. Au moment d'écrire ces lignes, un nombre considérable d'entreprises éprouvent des difficultés à obtenir du financement à court et à long terme. En fait, le montant du papier commercial en circulation affiche un recul de 27 % depuis l'été 2007 et les sommes d'argent totales prêtées aux entreprises américaines ont reculé de 40 % par rapport à l'année précédente pour les neuf premiers mois de cette année. Les manchettes très inquiétantes dans les médias reliées à cette crise financière font en sorte que le niveau de confiance des consommateurs et des entreprises est extrêmement bas, et cette situation se traduit par une faiblesse des dépenses de consommation, un nombre croissant de mises à pied, une diminution des dépenses en capital, une baisse des niveaux de production et des stocks et, en fin de compte, on réalise que tous ces indicateurs du niveau d'activité économique sont symptomatiques d'un état de profonde dépression.

Le scénario dramatique qui se déroule sur Wall Street et à Washington a en effet créé beaucoup de turbulence sur les marchés financiers, avec des niveaux records de volatilité, une nervosité extrême de la part des participants au marché et, par moment, des situations tout simplement chaotiques. Puisque les indices Russell



2000 et S&P500 ont tous deux reculé d'environ 40% par rapport à leur dernier sommet d'octobre 2007 (au moment d'écrire ces lignes), nous sommes manifestement confrontés à un sévère marché baissier qui n'offre aucun refuge. Aussi choquant que cela puisse paraître, si le secteur financier a été, à juste titre, l'un des secteurs les moins performants du marché depuis l'an dernier, il a par contre été l'un des meilleurs au cours de ce trimestre de septembre, terminant la période à un niveau inchangé ou en légère hausse, selon l'indice de référence utilisé. Les derniers piliers solides de ce marché boursier qui s'effondre, l'énergie et les matériaux, ont été les secteurs qui ont affiché le plus de faiblesse au cours de ce trimestre, ce qui a fait en sorte que tous les secteurs se trouvent désormais en territoire de marché baissier. Les marchés boursiers à travers le monde ont ressenti les remous du système financier américain de manière douloureuse, jetant une fois de plus à la poubelle la vieille théorie du découplage. Les gestionnaires actifs ont encore une fois été éprouvés et la plupart d'entre eux dans la catégorie des sociétés à faible capitalisation ont été incapables d'obtenir un alpha positif dans un environnement de marché habituellement très favorable aux professionnels. Étonnamment, moins de 20 % des gestionnaires actifs dans le secteur des sociétés américaines à faible capitalisation boursière ont mieux fait que l'indice Russell 2000 au cours du trimestre de septembre, depuis le début de l'année et de même qu'au cours des douze derniers mois. En outre, contrairement au bon sens dans ce genre d'environnement macroéconomique, les titres des sociétés américaines à faible capitalisation boursière ont obtenu des résultats supérieurs, par une large marge, à leurs homologues à plus forte capitalisation. Nous pouvons identifier certains facteurs qui expliquent la dominance des titres de sociétés à faible capitalisation boursière : une fois de plus, les titres des sociétés financières à faible capitalisation boursière ont mieux fait que les sociétés financières à forte capitalisation; à la suite des nouvelles règles beaucoup plus restrictives sur les ventes à découvert que la SEC s'est empressée d'appliquer, les sociétés à faible capitalisation ont été celles qui ont le plus profité de la considérable activité de couverture de positions à découvert à laquelle nous avons assisté vers la fin du trimestre; pour le quatrième trimestre consécutif, les sociétés à faible capitalisation boursière ont enregistré une croissance supérieure de leurs bénéfices. En outre, nous aimerions souligner que la débâcle et le naufrage de plusieurs très grandes institutions financières a eu un impact disproportionnellement négatif sur la performance de l'indice de référence des sociétés à forte capitalisation boursière, le S&P 500, ce qui a affecté sa performance relative. Avec l'effondrement de certains grands noms du S&P 500, il y a eu une destruction de valeur massive et permanente, et il faudra beaucoup de temps pour que les quelques survivants les plus solides dans le secteur financier parviennent à reconstituer toute la valeur des actionnaires qui a été anéantie dans cet effondrement.

Comme le démontre la réaction très froide et incertaine du marché boursier face à l'adoption de la version modifiée du projet de loi du gouvernement portant sur le plan de sauvetage, nous avons entamé le dernier trimestre de l'année avec des niveaux extrêmes de pessimisme et un sentiment négatif général de la part des investisseurs, des consommateurs et des entreprises. En annonçant des bénéfices décevants, GE a ouvert la voie à une saison des bénéfices très cahoteuse et peu prometteuse lorsque les sociétés américaines publieront leurs résultats financiers du trimestre de septembre dans quelques jours. Les prévisions de bénéfices de la plupart des sociétés ont été considérablement revues à la baisse pour 2008 tout au long de l'année, et en raison de la détérioration importante de l'économie au cours des derniers mois, nous nous attendons à ce que cette situation se répète dans les semaines à venir. Par contre, assez curieusement, même s'il est évident que cette crise financière aura une incidence négative profonde et de longue durée sur la plupart des sociétés, les prévisions de bénéfices de la plupart des sociétés publiées par les analystes de Wall Street, qui prennent leurs désirs pour des réalités, demeurent obstinément élevées pour le quatrième trimestre de 2008, et par-dessus tout pour 2009. Il est évident que nous assisterons à une révision à la baisse généralisée de ces chiffres dans les semaines à venir, et ce n'est habituellement pas un contexte très propice à une hausse du marché boursier.

Si vous nous permettez de spéculer, le seul aspect que nous commençons à trouver encourageant est lié au fait que pour la première fois depuis le début de ce marché baissier, nous percevons un sentiment de capitulation totale et des niveaux extrêmes de négativité de la part des investisseurs, ce qui pourrait indiquer que le marché boursier est sur le point d'atteindre son niveau plancher. Dans le même ordre d'idées, il sera intéressant d'observer les réactions du marché boursier face à la publication prochaine de nombreuses annonces de résultats décevants qui sont inévitables dans ce contexte économique. En d'autres termes, voyons voir jusqu'à quel point le cours actuel des titres tient déjà compte des mauvaises nouvelles à venir lorsque les sociétés publieront des résultats financiers décevants. Ceci devrait également nous donner une



indication quant à la baisse supplémentaire que devra encaisser le marché avant de rebondir. Le bon côté des choses c'est qu'éventuellement ce marché boursier rebondira solidement une fois de plus par rapport à ses creux, comme il le fait d'ordinaire après un marché baissier, et entraînera l'économie vers le haut bien avant qu'il n'y ait un véritable rebond de l'économie.

En ce qui nous concerne chez VBA, le troisième trimestre de 2008 a été exceptionnellement bon, aussi bien par rapport à nos homologues qu'aux indices de référence américains, alors que notre portefeuille de titres de sociétés américaines à faible capitalisation boursière a progressé de près de 8 %. Dans notre compte-rendu de juin, nous soulignons la valeur considérable que recelait notre portefeuille, et nous en avons clairement tiré avantage au cours de cette période alors que l'écart entre le cours de plusieurs de nos titres et leur valeur intrinsèque réelle s'est sensiblement refermé. Une fois de plus, certains de nos titres individuels de différents secteurs ont produit d'excellents résultats. En outre, comme lors des trimestres précédents, nous avons continué à tirer avantage de cette énorme volatilité en empochant les gains que nous avons réalisés avec certains de nos titres les plus performants et en faisant le plein de titres de sociétés de grande qualité qui sont sous-évaluées et cela a eu un impact positif presque immédiat sur notre performance.

De manière plus générale, nous croyons que le moment est particulièrement bien choisi pour prendre du recul et réfléchir sur la façon dont nous avons réussi à composer avec cette profonde crise financière et ce sévère marché baissier. Manifestement, notre équipe de placement a été mise à rude épreuve au cours des 18 derniers mois. Les résultats de ce test en disent long. Tout d'abord, nous avons jusqu'à maintenant réussi à ajouter beaucoup de valeur sur nos indices de référence dans ce marché baissier, ce qui n'a certes pas été une mince tâche compte tenu de l'effondrement général du marché boursier américain, l'éclatement de plusieurs fonds spéculatifs très respectés, la sous-performance générale de certains des investisseurs les plus célèbres du monde et la sous-performance globale des gestionnaires actifs dans ce marché baissier. Ensuite, nous affirmons depuis longtemps que dans un marché boursier fortement perturbé dont les niveaux de volatilité sont très élevés, il est impératif pour les gestionnaires de portefeuille actifs de renouveler davantage leur portefeuille que dans un contexte de marché plus normal afin de profiter des occasions de placement exceptionnelles qui s'offrent à eux (pour lesquelles ils doivent habituellement réagir rapidement) et de vendre certains des titres qui ont obtenu les meilleurs rendements relatifs et qui deviennent plus dispendieux et susceptibles de fléchir ultérieurement. Nous ne croyons pas que d'opter pour l'immobilisme et de choisir de s'asseoir en attendant la fin de la tempête constitue une bonne approche à adopter dans un marché comme celui-ci. Notre vieux copain Warren Buffett nous a appris il y a longtemps qu'en tant qu'investisseur il faut être avide lorsque la majorité est craintive, et craintif lorsque la majorité est avide. Nous avons assurément mis ce principe en pratique depuis le début de ce marché baissier afin de réaliser de bons coups, en saisissant des occasions exceptionnelles de placement qui devraient profiter à nos clients dans les années à venir. Le résultat de ces efforts vient clairement confirmer notre stratégie. De fait, cette année seulement, les décisions d'achat et de vente de titres de cette équipe de placement ont permis d'accroître notre rendement d'environ 700 points de base. En d'autres termes, si nous n'avions apporté aucun changement cette année au portefeuille que nous détenions au 31 décembre 2007, notre rendement aurait été amputé d'un surprenant 700 points de base depuis le début de l'année comparativement au rendement réalisé.

L'un des facteurs critiques responsables de la performance supérieure que nous avons réalisée durant ce marché baissier est le fait que nous sommes restés à l'intérieur de notre sphère de compétence, un autre élément clé de la philosophie de placement de Warren Buffett. Nous avons concentré nos efforts à identifier, à effectuer des recherches et à investir dans des entreprises que nous comprenons très bien et que nous jugeons être sous-évaluées, et qui nous permettent d'acquérir un avantage par rapport à d'autres investisseurs en raison de ce que l'on connaît de ces sociétés. Par exemple, lorsque nous avons entendu Warren Buffett, compte tenu de son savoir-faire unique en matière de placement, de son esprit incroyablement judicieux et de son expérience approfondie dans le secteur, affirmer qu'il n'aurait jamais investi dans aucun titre du secteur financier, y compris Goldman Sachs, tout au long de cette crise financière s'il n'était pas devenu convaincu que le gouvernement adopterait un projet de loi de sauvetage, cela a renforcé encore davantage notre opinion négative à l'égard de ce secteur. En termes simples, en raison de la complexité incroyable de cette crise financière, nous avons décidé de mettre les actions des sociétés du secteur financier les plus sensibles aux taux d'intérêt dans la catégorie des titres « trop compliqués à comprendre ». Comme le dirait l'Oracle d'Omaha,



nous préférons apprendre des erreurs des autres investisseurs que des nôtres. Par ailleurs, nous avons appliqué à la lettre notre processus de recherche éprouvé et avons fait preuve d'une discipline stricte en matière d'évaluation dans le cadre de nos transactions d'achat et de vente tout au long de ce marché baissier, ce qui nous a permis de prendre des décisions de placement opportunes et réfléchies.

Puisque la quête de l'excellence est un processus continu et sans fin, soyez assurés que nous poursuivons le travail et que nous continuerons à nous consacrer sans relâche à réduire l'évaluation de notre portefeuille et à améliorer encore davantage sa qualité, des objectifs que nous avons toujours poursuivis dans ce marché baissier. La bonne nouvelle c'est que malgré les bons rendements absolus que nous avons obtenus au cours du trimestre de septembre, notre portefeuille se négocie toujours à des niveaux d'évaluation absolus et relatifs qui n'ont jamais été aussi bas, tout en affichant un niveau de qualité très élevé. Nous croyons que cette situation nous place dans une position exceptionnelle pour continuer à surpasser les rendements de nos homologues et de notre indice de référence, si le marché baissier actuel se poursuit, de même que dans les années à venir. À court terme, grâce à une évaluation beaucoup moins élevée et des prévisions de bénéfices beaucoup plus conservatrices que celles de notre indice de référence, nous croyons que notre niveau de risque est beaucoup moins élevé aussi bien au chapitre de l'évaluation que des bénéfices. À plus long terme, nous estimons que notre avenir est très brillant grâce au positionnement de notre portefeuille, puisque notre évaluation de portefeuille absolue et relative est très basse, et la qualité et la croissance des bénéfices de nos titres en portefeuille sont supérieures à la moyenne des sociétés que nous détenons par rapport à notre indice de référence, devrait se traduire par un rendement des placements supérieur et une valeur ajoutée substantielle. Nous croyons fermement que grâce à notre portefeuille ciblé de titres sous-évalués de sociétés de grande qualité, nous contrôlons notre destin, peu importe ce que l'avenir réserve au marché boursier. Pour les investisseurs à long terme, il s'agit sans aucun doute d'un moment incroyable pour déployer travailler de nouveaux montants d'argent dans ce portefeuille. Un placement effectué aujourd'hui dans ce portefeuille devrait être récompensé généreusement à long terme.

Nous souhaitons vous remercier une fois de plus pour la grande confiance et l'appui que vous nous témoignez, et nous vous invitons, comme toujours, à nous faire part de vos commentaires ou à nous soumettre toute question laissée sans réponse dans ce compte-rendu trimestriel.