

Lettre annuelle 2013

Fonds Barrage

Rapport de gestion annuel

Les opérations du Fonds Barrage ont débuté le 1er mars 2013. Pour sa première année d'opération, le fonds affiche un rendement de 37,00% avant frais et de 28,48% après frais. Pour la même période, le S&P/TSX a procuré un rendement total de 9,92% tandis que le S&P 500 montait de 28,08% en devise canadienne.

Au cours de l'année, les actifs du fonds étaient principalement investis aux États-Unis. Une appréciation de 3,2% du dollar américain face à notre devise a donc eu un impact favorable sur les rendements du fonds pour la période.

Bien que l'année 2013 fut excellente pour le Fonds Barrage et le marché américain en général, il est important de garder à l'esprit que ceci représente seulement une année. Puisque l'objectif principal du fonds est d'offrir un rendement net supérieur aux principaux indices boursiers à long terme, sa performance devrait être évaluée sur la même base.

Au fil du temps, le Fonds Barrage fera face à différents climats d'investissement. Nous savons qu'il y aura un jour un engouement excessif des investisseurs pour les actions, et que cet enthousiasme fera éventuellement place à une peur irrationnelle. La nature humaine est responsable de ce cycle qui perdure depuis toujours.

Les périodes d'optimisme généralisé viennent compliquer notre tâche puisque les évaluations atteignent des niveaux irrationnels. Pourtant, les prix peuvent continuer leur ascension pendant de longues périodes. Une sous performance temporaire face au marché est souvent le prix à payer pour ne pas participer à cette folie. Lorsqu'au contraire, une période d'incertitude s'installe, l'investisseur valeur en profite pour accumuler des positions à rabais. Bien que le portefeuille subisse probablement une perte temporaire avec la baisse des marchés, le déploiement du capital vers de nouvelles opportunités créées par la baisse augmente le potentiel du fonds à long terme tout en diminuant son risque. Les détenteurs de parts du Fonds Barrage devraient donc suivre l'évolution du fonds avec un certain recul, ne se laissant pas emporter ou déprimer par les variations de celui-ci à court terme.

Nous continuons de penser que la situation économique du Canada renferme plusieurs risques qui, combinés, pourraient avoir un effet négatif sur l'économie et la bourse canadienne. L'économie américaine nous semble en bien meilleure posture. Nous sommes ravis de pouvoir bénéficier de plusieurs opportunités d'investissement au sud de la frontière et ce, avec un taux de change que nous jugeons encore favorable.

Nos compagnies bénéficient d'une situation financière solide, sont bien dirigées et leurs perspectives à long terme s'avèrent très positives. De plus, elles se transigent à des niveaux relativement bas. Par exemple, le ratio cours/bénéfices du S&P 500 se situe à un niveau de 16 fois les profits de 2014 comparativement à moins de 11 fois pour les compagnies du Fonds Barrage. Pourtant, nous croyons que la qualité de nos entreprises est supérieure à celles composant l'ensemble du S&P 500.

Quelques positions ont été réajustées en cours d'année à des prix jugés appropriés et nous continuerons de transiger de manière opportuniste. Nous croyons que le portefeuille actuel devrait procurer un rendement intéressant aux détenteurs du fonds tout en ayant un risque inférieur à celui du marché.

Le risque et la volatilité du fonds

Il est généralement reconnu qu'investir en bourse comporte certains risques. La nature exacte de ces risques ne fait cependant pas consensus auprès des investisseurs et académiciens. Plusieurs associent directement la volatilité d'une action en bourse au risque relié à un investissement dans celle-ci. Nous abordons plutôt la volatilité et le risque comme étant deux facteurs distincts, même si parfois une corrélation est présente.

Selon nous, le risque d'un investissement est relié au risque de l'entreprise elle-même plutôt qu'à la volatilité de son action en bourse. Une compagnie fait face à plusieurs risques quel que soit la nature de son actionnariat, c'est-à-dire privé ou public (cotée en bourse). Ce sont ces risques qui nous importent, car ils détermineront nos chances de rentabiliser notre investissement à long terme, et ce, peu importe la volatilité à court terme.

La volatilité d'une action pourrait être comparée aux turbulences ressenties lors de la plupart des vols aériens. Quoique ces turbulences puissent causer des inquiétudes à bien des passagers, elles n'empêchent pratiquement jamais un avion d'atteindre sa destination. Il n'est clairement pas pratique pour un passager de quitter l'avion une fois le décollage effectué, ce qui n'est pas le cas avec la bourse. Plusieurs actionnaires décideront de vendre une action simplement parce que son prix a chuté depuis qu'ils en

on fait l'achat, sans tenir compte de la performance de l'entreprise elle-même et de sa valeur, contribuant ainsi à accentuer la chute. De tels investisseurs, plutôt que de tirer avantage de la situation, succomberont aux forces de la nature humaine qui font de la plupart des gens de piètres investisseurs.

Un investisseur peut grandement profiter de la volatilité en bourse. Cela lui permet d'acheter ou de vendre des entreprises à de bien meilleurs prix. Tant et aussi longtemps que l'entreprise sous-jacente se porte bien, une baisse du prix représentera une occasion d'augmenter la position dans la compagnie. Tôt ou tard, les forces économiques influenceront le cours de l'action.

Notre fonds, étant moins diversifié que la majorité des fonds d'investissement sur le marché, devrait connaître une plus grande volatilité que ceux-ci. Nous ne considérons cependant pas cette volatilité comme un risque réel étant donné l'horizon d'investissement de nos clients. Une personne ayant besoin de son capital à court terme ne devrait tout simplement pas investir en bourse.

La concentration du portefeuille

Plusieurs entrepreneurs ont accumulé leur fortune par l'entremise de quelques compagnies, voire une seule. Pour de tels entrepreneurs, une connaissance accrue de leurs compagnies et du secteur dans lesquelles elles évoluent compensait largement pour les risques liés à une concentration élevée de leurs actifs. Andrew Carnegie, un industriel important du 19^{ème} siècle, résumait ce concept de la façon suivante : "Mettez tous vos œufs dans le même panier et surveillez ce panier". Quoique légèrement extrême, cette citation véhicule un concept auquel nous croyons fortement, soit la concentration des investissements afin d'obtenir des rendements supérieurs.

Tout d'abord, nous sommes entièrement en accord avec le bien-fondé de la diversification. Ce que nous entendons par concentration est en fait une mise en garde contre la diversification excessive. Nous croyons que les bénéfices marginaux d'une diversification supérieure à une dizaine de titres compensent difficilement pour les inconvénients reliés à celle-ci. Plus le nombre de compagnies détenues dans le portefeuille est élevé, moins nous avons de temps à consacrer à chacune d'entre elles. Il nous serait troublant de constater que certaines pertes encourues dans le portefeuille auraient pu être évitées si nous avions consacré le temps nécessaire à une compréhension et à un suivi adéquat de nos entreprises.

D'autre part, un second facteur contribuerait à restreindre le nombre de titres en portefeuille même si nous pouvions faire un suivi en profondeur d'une cinquantaine de

compagnies. Comment pourrions-nous justifier le fait d'investir dans une cinquantaine de compagnies alors que nous sommes en mesure de juger lesquelles sont les meilleures dans ce groupe? Nous serions naturellement portés à liquider les titres les moins intéressants afin de concentrer les actifs dans les compagnies représentant les opportunités d'investissement supérieures. Il va de soi qu'une personne n'étant pas en mesure de déterminer quelles sont les meilleures opportunités aurait avantage à faire une sélection plus large.

Nos convictions nous amènent donc à rechercher un juste milieu en termes de diversification. Nous privilégions un portefeuille nous permettant de profiter des bénéfices de la diversification sans toutefois compromettre notre capacité à générer des rendements supérieurs.

L'horizon d'investissement et la rotation du portefeuille

L'horizon d'investissement est fréquemment utilisé dans le milieu financier afin de décrire le style d'un gestionnaire de portefeuille; l'investissement à long terme semble particulièrement populaire. Nous croyons qu'une certaine confusion existe sur ce sujet et nous aimerions clarifier notre position.

Généralement, les décisions d'investissement prises chez Barrage sont évaluées en fonction du long terme. Nous ne procédons pas ainsi par sagesse mais plutôt en réponse à la réalité économique d'une entreprise et de son impact sur l'action en bourse.

Tel que discuté dans la lettre semi-annuelle de 2013, il existe souvent une différence entre le prix d'une action et ce que nous considérons être sa valeur. Cette différence peut persister plusieurs années et peut même augmenter temporairement. Quoique nous ne puissions savoir à quel moment précis cette différence pourrait se résorber, nous comprenons qu'une accumulation des profits finira tôt ou tard par avoir raison de cette différence. Nous sommes donc prêts à patienter afin de réaliser cette valeur. L'important est de ne pas se tromper sur la qualité de l'entreprise et sur sa capacité à générer des profits.

Évidemment, nous préférerions voir le prix de nos actions atteindre leur valeur aussitôt notre achat effectué. Malheureusement, puisque nous ne pouvons prévoir à quel moment aura lieu un réajustement, une augmentation rapide du prix est souvent tout simplement une question de chance. Afin de nous protéger, nous devons donc présumer que cet ajustement s'échelonne sur une longue période, d'où l'idée d'investir à long terme. Nous devons nous assurer que nos entreprises sont en mesure de créer de la valeur pour les actionnaires entre temps. De cette façon, nous serons récompensés peu

importe le moment auquel le marché finira par reconnaître cette valeur.

La rotation du portefeuille est donc directement influencée par la performance des titres en portefeuille. Plus l'écart entre le prix et la valeur de nos titres se dissipe rapidement, plus la rotation sera élevée. Ainsi, des rendements élevés entraînent généralement une plus grande rotation.

Administratif

CIBC Mellon, soit l'administrateur du Fonds Barrage, prépare actuellement les états financiers du fonds pour l'année 2013. Nous vous en ferons parvenir un exemplaire lorsque ceux-ci auront été vérifiés par la firme comptable KPMG. Vous pourrez consulter dans ce document les positions du fonds au 31 décembre 2013.

Le fonds n'a procédé à aucune distribution pour l'année 2013. Par conséquent, aucun détenteur ne doit payer d'impôt sur les gains et dividendes du fonds pour l'année 2013. Pour fins de planification fiscale, nous vous ferons désormais parvenir un estimé des distributions avant la fin de chaque année.

Vous recevrez sous peu une convocation à la première assemblée des détenteurs de parts du Fonds Barrage. Nous prévoyons tenir celle-ci au printemps. En espérant vous y retrouvez nombreux!

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière