

Lettre semi-annuelle 2015

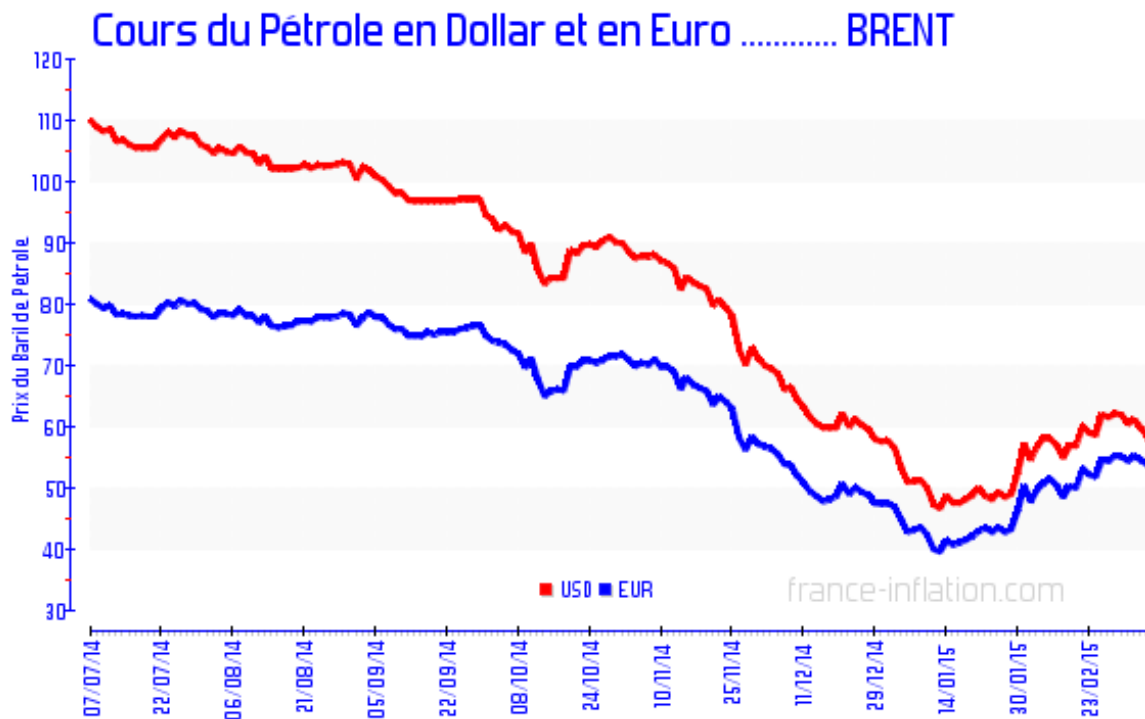
Fonds Barrage

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2015, l'indice SPX/TSX a procuré un rendement de 0,91 % (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 9,13 % (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 14,84 % avant frais et de 11,20 % après frais.

Comme en 2014, la majorité des compagnies détenues en portefeuille ont résidence aux États-Unis. Le taux de change a ainsi bonifié nos rendements d'environ 6,7 %. Le Fonds est actuellement composé de quatorze titres. Quant à notre encaisse, elle est présentement entièrement investie.

Situation économique au Canada

Le principal indice canadien a engendré un faible rendement durant les six premiers mois de l'année. Cela s'explique probablement par le cours du pétrole. Bien que celui-ci ait rebondi après son creux d'environ 40 \$ le baril, il demeure bien en-deça des prix atteints en 2014.



Le secteur de l'énergie représente un poids assez important au sein de l'indice S&P/TSX, soit 20 %. Le secteur financier rafle la première position, représentant plus du tiers de la valeur boursière totale. Or, les sociétés oeuvrant dans le secteur énergétique constituent de gros consommateurs de prêts. Elles nécessitent d'importants capitaux pour soutenir leurs plans de développement et leurs opérations courantes. Par conséquent, celles qui ne jouissent pas d'un bilan solide pourraient causer des problèmes aux institutions financières si elles n'arrivent pas à rentabiliser leurs affaires, magnifiant ainsi l'impact négatif potentiel sur l'économie canadienne. Nous discuterons plus loin de quelques-uns de nos titres en portefeuille oeuvrant dans ce secteur.

Rappelons que l'économie canadienne a reculé de 0,6 % au premier trimestre 2015, alors qu'en avril, la baisse s'est poursuivie avec une légère chute de 0,1 %. Il s'avère encore trop tôt pour conclure si une récession est enclenchée ou non. Soulignons que deux trimestres négatifs consécutifs conduisent à la mention officielle de récession.

Dans notre toute première lettre aux porteurs de parts, nous avons exprimé nos craintes à l'endroit de notre économie. Les raisons derrière ces craintes demeurent essentiellement les mêmes aujourd'hui, à l'exception du cours du pétrole qui s'ajoute aux risques actuels. Le prix des biens immobiliers et la dette des ménages représentent toujours un danger dont nous tenons compte dans nos évaluations. Or, les années passent, et la terre n'a pas encore tremblé. La grande question qui pourrait surgir dans l'esprit des investisseurs : « Comment malgré ces éléments négatifs, l'économie tient-elle toujours le coup? ».

L'effet pernicieux des bas taux d'intérêt

Nous savons tous que la plupart des pays ont abusé de la dette au cours des quelques dernières décennies et affichent des déficits que l'on pourrait difficilement qualifier autrement que « chroniques ». La France accuse un déficit budgétaire chaque année depuis 1975, pour ne nommer qu'un exemple. Comment peut-on détenir autant de dette et n'en subir aucune conséquence ou presque sur une aussi longue période?

Nous avons constaté l'important impact des bas taux d'intérêt au cours de ces dernières années. À l'époque, avec des taux plus élevés, un observateur aurait pu envisager une série de défauts ou de faillites beaucoup plus rapides, pour ensuite assister à une reprise vigoureuse de l'économie. Rien de mieux qu'un bon ménage pour repartir sur de solides bases. Or, nous assistons plutôt à une lente agonie qui semble s'éterniser, entremêlée de faux espoirs de reprise durable. On reconnaît le problème, mais rien n'est entrepris pour le corriger. Il semble tout naturel de repousser le sort fatidique à plus tard, tant et aussi longtemps qu'il est possible de le faire.

Comment d'énormes dettes peuvent-elles perdurer aussi longtemps? Pourquoi les politiciens, les créanciers ainsi que les décideurs dans les ménages, en tant que débiteurs ou créditeurs, tardent-ils tant à réagir?

Nous relevons deux grandes raisons :

1) Les bas taux d'intérêt rendent les paiements abordables. Si l'on paie 2 % d'intérêt plutôt que 10 %, c'est comme si l'on bénéficiait de 5 ans pour payer l'équivalent d'un an d'intérêt au plus gros taux. Dans les années 80, la récession de 1982 précipita beaucoup d'entreprises et de personnes en situation de faillite. Les taux d'intérêt de l'époque s'approchaient de 20 % pour les hypothèques. Difficile de survivre bien longtemps avec de tels taux lorsque l'on croule sous les dettes!

2) La crise financière, dont la sévérité et l'impact laissent entrevoir des jours meilleurs, est l'autre raison qui explique pourquoi les différents gouvernements, et par ricochet, la population, gardent espoir face à un revirement. Après une telle chute, difficile de prévoir autre chose qu'une remontée! Or, toute la question repose sur une erreur fort répandue sur la nature des déficits publics : on les considère temporels, alors qu'en fait, ils sont structurels! On pourrait utiliser l'exemple simpliste d'un parent cherchant à aider son enfant aux prises avec des dettes de jeux. Cet enfant dépense massivement dans une activité qui le conduisit à un piètre sort.

Le parent ayant décelé le problème, s'assure que l'enfant ne s'adonne plus à ce type d'activité destructrice. Pour l'aider à survivre la transition, il accorde un support financier en attendant que l'enfant atteigne l'autonomie financière. Or, bien qu'il soit adulte, le jeune en question ne travaille pas, et ne cherche pas d'emploi. Autrement dit, même s'il a cessé de jouer et de dilapider son argent, il n'a pas entrepris les démarches nécessaires pour se prendre en main. Par conséquent, le parent, qui espère assister à un changement de sa situation, doit constamment le supporter financièrement. À long terme, il s'avère évident que le parent risque de se ruiner jusqu'à ce qu'il se rende à l'évidence : son enfant doit travailler!

Mais allons plus loin : le parent éprouve une peur bleue de revoir son enfant retourner à ses vieilles activités. Afin de s'assurer qu'il s'en tiendra éloigné, il enferme son enfant chez lui, l'empêchant ainsi de se trouver du travail. Dans notre société, une réglementation trop lourde produit cet effet.

Les gouvernements de beaucoup de pays développés ont adopté ce comportement. Les éléments ayant conduit à la crise financière ont été enrayés en grande partie. L'enfant ne gaspille plus son argent aux jeux. Pourtant, on continue de resserrer bien des règles, comme si le risque était encore présent. Il suffit de penser à toutes les nouvelles règles encadrant le secteur financier. Elles minent la reprise économique. Plutôt que de créer des emplois, les institutions financières s'affairent à exercer un contrôle serré des dépenses, et s'adonnent à des mises à pied.

Pour qu'une économie expérimente un essor florissant, des incitatifs au développement économique doivent être mis en place. Le secteur privé doit prendre la relève. À l'image du parent, le gouvernement cherche à s'assurer que la crise ne se répètera pas. Cependant, tout

comme pour l'enfant, le secteur privé ne peut s'épanouir s'il est étouffé et si aucune mesure n'est mise en place pour l'inciter à se prendre en main. Par conséquent, bien des gouvernements s'endettent de plus en plus en espérant un rebond économique, qui risque de ne jamais survenir. On confond un problème structurel pour un problème temporel.

La situation de la Grèce

Au moment d'écrire ces lignes, la république hellénique fait les manchettes. Le niveau de sa dette est devenu insoutenable, et le peuple grec vient de voter « non » à un référendum pour se prononcer contre les mesures d'austérités proposées par l'Union européenne. Nous assistons donc à un bras de fer, principalement entre le plus important créancier, l'Allemagne, et son débiteur, la Grèce.

En lien avec la première raison citée plus haut, si les taux d'intérêt avaient été plus élevés, nous aurions assisté à une conclusion finale et définitive beaucoup plus tôt. Ce qui se produit aujourd'hui en 2015 aurait dû avoir lieu il y a cinq ans, lorsque la crise de la dette grecque éclata.

Quant à la deuxième raison, l'austérité ne fait qu'aggraver une économie déjà précaire. La république hellénique doit bien sûr sabrer dans ses dépenses, mais elle doit également instaurer des mesures qui encourageront la création de nouvelles entreprises et de nouveaux investissements. Ces éléments mènent à l'embauche des gens et à l'enrichissement de la collectivité. Il faut bien sûr couper dans les services publics pour contrôler le déficit, mais il faut encourager le secteur privé. Ce dernier constitue véritablement la richesse d'une économie. Malheureusement, ce problème semble incompris. Les mesures d'austérité accompagnées de plans de sauvetage financiers ne feront que retarder le malheureux dénouement. Nous entendrons donc parler longtemps des déboires en Europe.

En ce qui concerne nos titres en portefeuille, les problèmes qui sévissent en Europe nous inquiètent peu. L'anxiété qui règne sur les marchés causa une chute des cours, mais rend simplement les évaluations plus attrayantes. Nous gardons un oeil sur l'économie, mais nous nous assurons surtout de posséder des titres dont la marge de sécurité compense pour les risques économiques.

Le Canada et les taux d'intérêt

Au Canada, les taux ont poursuivi leur baisse, et pourraient continuer à fondre. Avec des taux hypothécaires de moins de 3 %, acheter des propriétés à fort prix s'avère réalisable. Dans un tel contexte, les conséquences d'un surendettement sont repoussées à un moment difficile à déterminer. Tout comme pour la Grèce et d'autres pays au sein de l'Union européenne, les bas taux d'intérêt crée un environnement dans lequel le statu quo semble devenu la norme. C'est pourquoi nous démontrons toujours des réticences face à notre propre économie, sans toutefois prendre position pour profiter d'un certain effondrement impossible à prédire. Heureusement,

nous n'avons pas à tenter de deviner le dénouement économique à court ou moyen terme de notre pays. Nous trouvons encore d'excellentes opportunités aux États-Unis.

Nos titres pétroliers

Notre intérêt pour le secteur des ressources naturelles provient d'un événement notoire qui bouleversa les sociétés qui le composent. Il s'agit bien sûr de la chute du prix du brut. La thèse d'investissement se résume ainsi : la baisse du cours du pétrole et du gaz naturel causent ou causeront tôt ou tard une réduction de la production, et cette dernière exerce à son tour une pression à la hausse sur les cours. Selon nous, la clé pour tirer profit de la situation consiste à sélectionner les candidats présentant un bilan solide, un coût de production peu élevé, et bien sûr, un prix du titre attrayant.

Si le cours du pétrole rebondit assez rapidement, le retour des profits se matérialisera. L'évaluation des titres suivra. Si par contre le cours du brut tarde à regagner au moins une partie du terrain perdu depuis l'automne dernier, les sociétés les plus endettées et les moins efficaces sur le plan des opérations n'auront d'autres choix que de faire défaut, restructurer leur dette et freiner leur production.

Afin d'obtenir le plus de marge de sécurité possible, nous nous assurons d'opter pour les sociétés disponibles à un prix inférieur à notre estimé de leurs réserves de pétrole et/ou de gaz. C'est le cas avec WPX Energy et Chesapeake Energy. Pour évaluer les réserves, nous utilisons des hypothèses relativement simples, mais conservatrices. Nous estimons le profit espéré par baril de pétrole ainsi que par unité de bcf (billion cubic feet) dans le cas du gaz naturel. Lorsque notre estimé surpasse largement la valeur d'entreprise, nous considérons que nous disposons d'une bonne marge de sécurité. En outre, de fortes réserves renforcent la solidité et la flexibilité financière d'une société, car elle peut emprunter plus facilement pour son développement et ses opérations.

Soulignons que la valeur d'entreprise correspond à la valeur boursière ajustée selon l'encaisse et les dettes. Pour fins de comparaisons, lorsque nous appliquons le même calcul aux réserves d'Exxon Mobil, nous aboutissons à une valeur inférieure à la capitalisation boursière. Cela ne révèle pas nécessairement si le titre se négocie à un cours attrayant ou non. Une pétrolière peut s'avérer suffisamment rentable et stable dans l'ensemble de ses activités pour justifier un investissement dans son titre sans le support des réserves. Toutefois, nous avons opté pour des titres offrant à la fois un important potentiel de hausse ainsi qu'un prix inférieur aux réserves.

Conséquemment à la chute des cours du brut, les actions de WPX et Chesapeake ont cédé chacune plus de 50 % de leur valeur par rapport aux sommets atteints lors des douze derniers mois. Or, ces deux sociétés sont gérées par des dirigeants que nous considérons exceptionnels dans cette industrie. Chez WPX, Richard Muncrief s'est hissé aux commandes de la compagnie en mai 2014. Il se démarque par sa capacité de raisonner en termes « d'allocation du capital ».

Cette particularité s'avère rare dans le domaine des ressources naturelles, où trop souvent, on cherche constamment à prendre de l'expansion plutôt que de maximiser le capital.

Chez Chesapeake, Robert Lawler remplaça Aubrey McClendon, réputé pour son attitude téméraire, notamment sa propension à l'endettement. Soulignons que McClendon dût vendre 90 % de ses propres actions de Chesapeake en 2008, afin de rencontrer les exigences de rappels de marge de son courtier! Quant à son successeur, Lawler, sa mise en poste fut influencée par Carl Icahn, qui détient une participation d'environ 11 % dans la société. Icahn est un milliardaire accompli. Il s'agit du même individu qui fit pression sur Apple afin que la société procède à un rachat d'actions massif. Mentionnons à ce sujet que dans une lettre adressée à la direction, Icahn indiqua qu'il estimait la valeur des actions d'Apple à 240 \$, comparativement au prix auquel il se transigeait à ce moment, soit 130 \$. Par conséquent, Chesapeake bénéficie de ce que certains appellent dans l'industrie le « Icahn lift ».

Finalement, soulignons que lors du premier trimestre de cette année, nos titres pétroliers ont contribué positivement à nos rendements, alors nous avons assisté à l'opposé durant le deuxième trimestre. Nous demeurons toutefois tout aussi enthousiastes quant à leurs perspectives futures.

General Motors

Après avoir atteint un sommet de 39 \$ au mois de mars dernier, le titre a dégringolé à un cours inférieur à celui qui prévalait lors de sa sortie initiale publique de 2010. Pourtant, notre thèse de départ demeure intacte, et le plan de relance de la société se poursuit. Au moment d'écrire ces lignes, la grande inquiétude à l'égard du titre semble reliée à un probable ralentissement en Chine. Comme il s'agit d'un marché de croissance pour les manufacturiers américains, les investisseurs craignent une stagnation des ventes.

Au premier trimestre 2015, deux éléments non récurrents ont affecté les profits de GM. Il s'agit de la fermeture de son usine à Saint-Petersbourg en Russie, ainsi que des frais liés à ses démarreurs défectueux.

Au deuxième trimestre, une charge spéciale de 600M\$US frappera les résultats, la société ayant réévalué ses actifs au Venezuela à un taux de change reflétant l'importante chute du bolivar. Les profits de General Motors ont souvent été affectés par des charges de toutes sortes, comme les rappels et les problèmes liés à ses démarreurs. Toutefois, les bénéfices croîtront de façon significative lorsque les éléments récurrents seront enfin chose du passé.

Quant aux investissements massifs effectués dans la relance de leurs marques, notamment Cadillac, ils contribueront à l'amélioration des marges telles que projetées par la direction à moyen terme. Notons qu'un rachat d'actions est en cours. Au 21 avril dernier, au moment de la sortie de leurs résultats, la société s'était emparée de 19.4M d'actions. De leur objectif de

5G\$US, il resterait environ 4.3GUS\$ à affecter à des rachats futurs. Au cours actuel, ceux-ci avantageront grandement les actionnaires patients.

Soulignons que le faible cours du pétrole semble avoir déjà porté fruit. Le vice-président des opérations de ventes des États-Unis, Kurt McNeil, déclara récemment que l'industrie automobile américaine venait de connaître sa meilleure période de six mois en une décennie. La demande fut particulièrement stimulée par l'attrait des VUS et des pick-up, ce qui s'avérait prévisible. Lorsque l'essence coûte moins cher, les consommateurs optent aisément pour des véhicules plus énergivores.

Notre principal intérêt pour General Motors découle de sa faible évaluation. Les ventes n'ont pas à augmenter de façon substantielle pour enrichir les actionnaires. Nous affectionnons les investissements où la barre à franchir est basse. La direction s'est toutefois imposée d'ambitieux objectifs, dont une importante augmentation à moyen ou long-terme des marges d'opérations. On vise entre 9 % et 10 %. Au dernier trimestre, une fois ajustées, elles atteignaient près de 6 %, alors que pour l'an 2014, elles affichaient un maigre 3,6 %.

Quant à la division financière de la société (GMF), elle poursuit sa croissance. En Amérique du Nord, 21 % des ventes ont été liées à un financement de GMF au premier trimestre, contre 7 % l'an passé. Il s'avère particulièrement intéressant de constater que comparativement à son compétiteur Ford, GM jouit de la capacité d'augmenter les ventes supportées par sa division financière. Bien que les ventes de Ford soient moins élevées que celles de GM, ses actifs de financement sont 2,5 fois plus élevées.

Quant au bilan de la société, il présente toujours une encaisse nette positive appréciable, réduisant considérablement le risque financier.

Autonation

Nous avons liquidé les actions de cette société, pour des raisons d'évaluation. Nous vendons habituellement lors des situations suivantes:

1. Le titre n'offre plus un rendement espéré intéressant;
2. Nous préférons le potentiel d'un autre titre.

Le premier cas comporte deux volets. Nous vendons lorsque le titre atteint la valeur estimée, effaçant alors la marge de sécurité dont nous jouissions au départ. Dans d'autres cas, la valeur estimée sera simplement révisée à la baisse, donnant également lieu à la disparition en tout ou en partie de notre fameuse marge. Dans le cas d'Autonation, le titre s'est simplement apprécié.

Best Buy : jamais deux sans trois

Nous avons déjà mentionné que ce titre a été l'objet d'achats et de ventes. Dans notre lettre annuelle de 2014, nous avons fait mention de nos premiers achats du titre à un prix de 25 \$ dans la première moitié de l'année, ainsi que la vente à 39 \$ quelques mois plus tard. Par la suite, le titre subit une certaine correction, atteignant 34 \$. Considérant que nous avions à nouveau un escompte intéressant par rapport à nos estimés, nous devînmes actionnaires à nouveau pour un court laps de temps. En effet, le titre fut soudainement prisé par le marché, ce qui nous permit d'investir les capitaux dans d'autres opportunités plus attrayantes. Finalement, le marché réitara son dédain pour le titre, le faisant plonger sous les 34 \$. Nous avons donc renoué à nouveau avec lui.

La fréquence de nos transactions pourrait amener un observateur à croire que par moment, nous visons les gains à court terme. En fait, nous réagissons simplement à l'inverse du marché. Lorsque celui-ci est prêt à payer un meilleur prix, nous l'accommodons. Lorsqu'il se montre plutôt réticent à conserver le titre, nous nous montrons également accommodants en servant de contrepartie à nouveau. Plus le marché se montre maniaco-dépressif envers un titre, plus nous serons portés à transiger de façon opportuniste. Nous ne pouvons expliquer le manque de raisonnement rationnel que l'on voit parfois chez les investisseurs en général. Nous nous efforçons par contre de toujours concentrer notre attention sur les opérations des sociétés que nous étudions, et non sur les variations boursières. Cela nous permet non seulement de prendre des décisions éclairées, mais aussi de bénéficier d'une situation qui nous semble souvent absurde.

Comme vous pouvez vous en douter, l'humeur morose récente du marché envers le titre n'a qu'amplifié notre enthousiasme. Les déboires de la Grèce ont entraîné la majorité des titres à la baisse, même ceux des sociétés qui ne détiennent aucune opération en Europe! Best Buy constitue maintenant notre plus importante position en portefeuille. Son principal dirigeant, Hubert Joly, continue d'exécuter un excellent travail. Pourtant, nous entendons régulièrement des commentaires négatifs au sujet de la société de la part des investisseurs. Ce détaillant en biens électroniques serait sur son déclin, perdant des parts de marché au profit de gros compétiteurs comme Amazon, qui jouit d'un réseau de ventes en lignes peu exigeant en dépenses de capital. Rappelons alors quelques éléments importants nous permettant de conserver notre optimisme à l'égard de Best Buy.

- Les quelques 1000 grands magasins constituent des mini-entrepôts servant aux livraisons découlant des ventes en ligne. Le client s'assure ainsi de recevoir la marchandise rapidement. Il peut également venir la chercher, et dispose également d'un endroit propice pour le retour de marchandise, le cas échéant.
- La société offre d'aligner ses prix en fonction de la compétition. Ainsi, le client jouit de l'assurance qu'il paie un bon prix. Or, malgré les plus faibles marges de ventes découlant d'une telle stratégie, Best Buy affiche une bonne rentabilité et démontre sa capacité à faire face à la compétition.

- L'entreprise a mis en place le concept des «magasins à l'intérieur d'un magasin». Ainsi, un client peut essayer différents produits de différentes marques, avec l'avantage de bénéficier des conseils des employés qui sont formés spécifiquement sur les produits d'un manufacturier en particulier, comme Apple ou Samsung. Ce service ne peut être offert par un compétiteur en ligne.
- La société possède un excellent bilan, avec 2,1G\$US en encaisse nette.

Nous n'hésiterons pas à augmenter ou à réduire notre position, au fur et à mesure que les choses évoluent chez Best Buy. Notre but demeure toujours l'obtention d'une bonne marge de sécurité, c'est-à-dire, un escompte appréciable par rapport à notre estimé. Lorsque cet escompte diminue, nous ajustons le portefeuille en conséquence. Nous gardons constamment à l'esprit l'ensemble des opportunités qui nous sont présentées à la Bourse. Notre travail consiste à nous assurer de maximiser le capital du Fonds en tout temps.

Citigroup et Bank of America

Nos deux banques se transigent à escompte par rapport à leurs compétiteurs. La raison découle en bonne partie des nombreux litiges auxquelles elles font face. Ces coûts se sont élevés à 6G\$US et 16G\$US pour l'année 2014, respectivement. Une fois que ces dépenses non récurrentes seront derrière elles, la rentabilité s'améliorera. Nous devons ajouter par contre que nous nous attendons à une profitabilité beaucoup moindre que celle qui prévalait avant la crise.

Le climat réglementaire s'est resserré, réduisant considérablement le rendement qu'une banque peut tirer de son capital. Toutefois, au prix que se négocient les titres de Citigroup et Bank of America, une amélioration modérée des profits à elle seule pourra constituer un catalyseur pour commander une meilleure évaluation en Bourse. Les taux d'intérêt étant appelés à monter aux États-Unis, les deux banques, et plus particulièrement Bank of America, bénéficieront d'une marge nette d'intérêt en expansion.

IBM, Apple et autres

Notre estimé demeure inchangé pour les actions d'IBM. Cette dernière constitue actuellement notre 2e plus grande position. La transformation et l'orientation du modèle d'affaires vers le nuage et l'exploitation des données analytique poursuivent leur cours, ce segment ayant atteint 27 % des revenus au dernier trimestre.

Quant aux actions d'Apple, bien que notre estimé ne soit pas aussi élevé que celui de M. Icahn, nous sommes satisfaits des résultats, ainsi que de la gestion du surplus des liquidités par la direction. Par rapport au marché dans l'ensemble, le titre continue d'être sous-évalué.

Nous détenons des actions d'un petit joueur dans la construction de maisons dont le siège social est situé au Texas. Son évaluation nous paraît attrayante étant donné la forte croissance des ventes et son marché niche. Alors que l'économie américaine continue de progresser pour le

mieux, cette industrie cyclique a le vent dans le dos. Avant la crise, il se créait plus de maisons que de nouveaux ménages. Après la crise, sans surprise, on assiste à l'inverse.

Administration

Lors de la préparation des rapports d'impôts de 2014 pour le Fonds Barrage, il a été porté à notre attention que le Fonds était assujéti à l'impôt minimum de remplacement pour les fiducies.

Cet impôt découle du fait que le Fonds comptait moins de 150 porteurs de parts au 31 décembre 2014. La fiscalité canadienne fait la distinction entre les fiducies qui comptent moins de 150 porteurs (fiducie d'investissement à participation unitaire) et celles qui en comptent 150 et plus (fiducie de fonds commun de placement).

Ainsi, un montant d'impôt total de 85 551,40 \$ était payable par le Fonds aux différents paliers gouvernementaux pour l'année fiscale 2014.

Il a été décidé par le gestionnaire du Fonds Barrage, soit Barrage Capital, que celui-ci allait assumer cet impôt. Ainsi, les frais de gestion payables par le Fonds au 31 mars 2015 ont été réduit d'un montant équivalent. Au net, l'impact financier pour le porteur de parts est donc nul.

Heureusement, le Fonds Barrage compte désormais plus de 150 porteurs de parts. Le Fonds ne sera donc plus assujéti à cet impôt pour les années futures.



Nous avons accueilli un nouveau membre dans l'équipe de Barrage Capital. Il s'agit de Marianne Handfield, technicienne en comptabilité et administration qui assistera notre directrice administrative dans ses fonctions.

Cordialement,

Patrick Thénier

Rémy Morel

Mathieu Beaudry

Maxime Lauzière