

Lettre semi-annuelle 2016

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2016, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 9,85% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de -2,89% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 5,87% avant frais et de 5,27% après frais.

Le fonds est maintenant composé de 16 titres. Quant à l'encaisse, elle se situe à un niveau négligeable, puisque le fonds est totalement investi en actions.

Commentaire sur les marchés

La première moitié de l'année 2016 ressemble aux six mois précédents: malgré une évaluation plus que attrayante selon nos estimés, nos titres demeurent boudés par le marché. Nous avons cependant bénéficié d'une exception avec le titre Boardwalk Pipelines Partners. Après l'avoir raflé à quelques reprises dans les 10\$, nous avons écoulé notre position suite à une plus-value assez rapide de 60%.

Durant les deux premiers mois de l'année, la Chine alarma les investisseurs. Puis, après qu'un certain calme se soit installé, le Brexit emmena à son tour son lot d'inquiétudes. Normalement, nous apprécions la morosité des marchés, puisque sans elle, nous demeurerions parfois sur notre faim dans notre quête d'aubaines. Or, nous avons à peine le temps de digérer nos anciennes prises que du nouveau gibier se présente constamment dans notre ligne de tir. Les opportunités se multiplient, sans que nous puissions tirer profit des positions déjà existantes.

Nous ne nions pas le manque de croissance de la majorité des économies développées dans le monde. Les sociétés peinent à faire croître leur chiffre d'affaires. Nous pensons néanmoins que ce manque de croissance est déjà incorporé dans l'évaluation de nos titres. Plusieurs de ceux-ci semblent se transiger comme si nous étions en récession.

Il s'avérerait difficile d'établir une comparaison avec la crise financière de 2008-2009. À l'époque, certaines entreprises jonglaient avec de fortes dettes. Dans la même veine, les sociétés financières exploitaient grandement l'effet levier. Les ratios des actifs sur les valeurs nettes avaient atteint des niveaux dangereux. La crise frappa de plein fouet celles qui présentaient des profils trop risqués. Une fois disparues du paysage financier,

on se retrouvait avec les survivantes qui durent composer avec des régulateurs extrêmement gourmands en matière de prudence, comme nous pouvons le constater avec les ratios de capital qui sont rendus beaucoup plus élevés. Donc, même si la plupart des titres financiers ne se transigent pas au même prix que durant la crise, les résultats issus de l'équation risque / rendement pourraient être comparables dans bien des cas.

Les marchés continuent donc de nous offrir des opportunités exceptionnelles. Étant pleinement investis, nous comptons nous armer de patience et suivre de près l'évolution de nos titres.

Certains investisseurs estiment peut-être que les risques à l'échelle mondiale rendent les actions peu attrayantes dans leur ensemble. La Chine est sur le point d'imploser, nos gouvernements sont devenus extrêmement endettés et les bas taux d'intérêt actuels indiquent que les banques centrales ont épuisé leurs munitions pour fouetter la croissance de leurs économies respectives.

N'oublions pas que ces risques existent déjà depuis quelque temps et devraient perdurer pendant des années. Par exemple, nous craignons l'effondrement de l'immobilier du Canada depuis 2007. Aujourd'hui en 2016, nos craintes ne se sont toujours pas matérialisées. Même scénario pour la Chine: depuis près de 10 ans, nous nous questionnons sur sa véritable santé financière. Peut-être ne connaissons-nous la fin de l'histoire que dans cinq ou dix ans. Si nous nous attardions à chaque catastrophe plausible pour justifier de rester sur les lignes de côté, nous aurions été inactifs depuis fort longtemps.

D'autres crises vont survenir, sans que nous puissions prédire le moment exact. L'endettement des pays souverains, par exemple, forme une vraie bombe à retardement. Son éclatement éventuel risque de créer beaucoup de remous. Chaque fois que les taux d'intérêt baissent, le compteur se voit attribuer du temps supplémentaire avant de passer à la détonation. Combien de temps reste-il? Nul ne peut le prédire.

Il y a plusieurs années de cela, Warren Buffett exprimait ses inquiétudes face à une montée sévère des taux d'intérêt. L'an dernier, il avouait s'être trompé à ce sujet lors de sa réunion annuelle. Comble de la situation: les intervenants financiers discutent de plus en plus de «taux d'intérêt négatif». Avait-il tort d'éprouver ce genre d'inquiétudes? Nous pensons que non. Toutefois, tout comme il le fait avec ses propres titres ainsi qu'avec sa société, nous gardons à l'esprit tous les risques possibles lorsque nous investissons. En acquérant nos titres à un prix fortement inférieur à nos estimés, nous bénéficions d'une marge de sécurité qui nous permet de bien dormir la nuit.

Notre but ne consiste pas à chercher à investir dans les marchés une fois les incertitudes estompées. Nous pensons qu'il subsiste une seule vraie certitude: les incertitudes seront constantes! Elles changent de forme avec le temps, mais brillent par leur permanence.

Nous tentons plutôt de dénicher des sociétés dont le prix nous offre une marge de sécurité suffisante pour passer à travers les tempêtes à venir. Nous favoriserons l'encaisse le jour où nous serons dans l'impossibilité de garnir notre portefeuille de tels titres.

Nos titres en énergie

Le cours du brut a effectué un rebond de plus de 50% depuis son creux du début de l'année. Quant au gaz naturel, après un plongeon rapide de 30% en deux mois, son prix a rattrapé le terrain perdu pour finalement clôturer en hausse quelque 30% au-dessus du prix en vigueur au commencement de 2016.

L'action privilégiée de notre producteur de gaz naturel, Chesapeake Energy, s'est appréciée depuis le transfert de nos actions ordinaires, pour terminer le semestre à 23\$. Rappelons que la valeur nominale est de 100\$, et que nous espérons un rebond à 90\$. Le dividende sur ce titre a été suspendu, privant les investisseurs de tout revenu en 2016 jusqu'à maintenant. Soulignons par contre qu'il demeure «cumulatif». Étant à 4,50\$ par action, il représente un rendement de près de 20% sur le prix qu'aurait payé un investisseur à la fin du mois de juin.

Mentionnons qu'en février, des rumeurs concernant son éventuelle faillite circulaient dans le milieu, entraînant le titre à un creux de 5\$ par action privilégiée! Puis, en avril, on annonça que la ligne de crédit renouvelable ne serait pas coupée, et qu'elle ne serait pas révisée avant juin 2017. Cette annonce surpassa les attentes et calma quelque peu les nombreuses craintes concernant la gestion des liquidités à court terme. La société bénéficie davantage de munitions pour résister à la tempête, ce qui la place dans une position favorable face à d'autres concurrents.

Il suffit que les inquiétudes concernant la solvabilité de l'entreprise s'estompent pour assister à une belle remontée vers 90\$ ou 100\$. Ces actions privilégiées ressemblent davantage à un titre à revenu fixe qu'à des actions ordinaires, mais leur évaluation actuelle s'apparente plus à ces dernières.

Considérant les taux d'intérêt actuels, à 20% de rendement, un individu recherchant un revenu serait plus que ravi d'obtenir autant de rentabilité s'il se sentait rassuré par rapport à la survie de la société.

Nous avons mentionné dans notre lettre précédente que ces actions privilégiées offraient une protection intéressante en cas de dilution. En effet, lorsque la société émet des actions ordinaires, nos actions ne sont pas pénalisées puisqu'elles jouissent d'un statut supérieur. Or, à trois reprises cette année, Chesapeake procéda au remboursement de dettes en échange d'actions ordinaires. Les montants impliqués

demeurent modestes. La dilution résultant de ces nouvelles émissions n'a été que de 11%. Néanmoins, nous apprécions ce genre de protection, alors que d'autres émissions semblables pourraient être réitérées prochainement.

Quant à WPX Energy, la vente de la filiale de Piceance renforça son bilan, plaçant la société dans une situation confortable à court et moyen terme. Elle détient environ un milliard de dollars de liquidités, et sa prochaine tranche de dette venant à maturité est prévue pour 2020. Le titre a bien récupéré durant le semestre, avec une hausse de plus de 60%.

Concernant le secteur en général, nous sommes d'avis que les forces économiques à l'oeuvre continuent de faire leur travail et rebalencent tranquillement le marché du brut. Par exemple, les producteurs américains ont réduit leur production de pétrole de plus de 900K barils par jour depuis le sommet d'avril 2015. Les dépenses en investissement, tant en Amérique que dans le reste du monde, ont été coupées de manière draconienne en 2015 et 2016. De plus le marché des capitaux est difficilement accessible pour beaucoup de producteurs. Bref, il demeure maintenant très difficile pour les joueurs du secteur de croître la production avec les prix actuels. En outre, la demande mondiale pour les produits pétroliers continue de croître à un rythme soutenu de plus de 1M de barils par jour annuellement.

General Motors

Il y a six mois, nous décrivions les craintes liées à un important ralentissement des ventes de véhicules en Chine. Nous ne partageons pas ces craintes: les chiffres ne donnaient pas lieu de verser dans la panique, et la direction demeurait confiante dans les perspectives à court et moyen terme. Deux trimestres plus tard, la Chine n'occupe plus beaucoup de place dans les manchettes. Le Brexit a récemment pris la relève.

Soulignons les ventes de GM en Chine durant le semestre: elles ont crû de 5,3%. Pour le mois de juin seulement, une augmentation de 11,2% a été enregistrée. Nous pouvons difficilement nous prononcer pour les trimestres à venir. Toutefois, le risque chinois existe depuis déjà plusieurs années. Ce qui diverge de la réalité dans les marchés, c'est la prise de conscience. Lorsqu'on y pense, on panique. Lorsqu'on oublie, on sourit à nouveau. Nous préférons personnellement conserver une attitude neutre et réaliste. Se laisser emporter par la maniaque-dépression boursière ne peut que nuire aux investisseurs.

Nous avons déjà mentionné que même en l'absence des profits de la division chinoise, l'évaluation boursière de GM demeurait attrayante. Quant aux profits du premier trimestre, soit les derniers ayant été publiés, ils nous ont ravis. Les profits ont connu une forte hausse, rendant très plausible notre cible de 5,50\$ de bénéfices par action pour

l'année. L'important programme de rachat de neuf milliards de dollars annoncé en janvier dernier contribuera également à l'atteinte de cet estimé. À un multiple de 10 fois, nous obtenons une cible de 55\$. Le prix actuel de 30\$ offre donc un bon escompte.

Étant donné ces excellentes nouvelles, comment peut-on expliquer la morosité constante des investisseurs à l'égard du titre? Il existe peut-être une donnée induisant en erreur un bon nombre de ceux-ci. Il s'agit des ventes totales et des ventes au détail.

Actuellement, la société cherche à maximiser ses marges en effectuant des réductions de ventes dans les segments les moins intéressants. Il faut penser ici particulièrement aux véhicules destinés à la location journalière, qui sont inclus dans le segment de la flotte (en anglais «fleet»).

Utilisons les ventes du mois de juin: GM enregistra une baisse de 1,6% alors que son compétiteur, Ford, afficha fièrement une hausse de 6,5%. Les usines de GM fonctionnent à pleine capacité pour produire les véhicules les plus rentables, notamment ceux qui sont plus énergivores. Ses ventes au détail ont crû de 1,2%, alors que celles du côté des flottes ont cédé 22%. Notons que cette réduction était prévue par la société. Comme on peut s'en douter, la proportion des ventes «indésirables» ne cesse de baisser, et sa pondération pèse de moins en moins lourd dans le portrait global. Elle représente maintenant 18% des ventes, alors que GM prévoyait 20% pour l'année.

La mise en place du plan de réduction des ventes dans le segment des flottes brouille le portrait global, et cause probablement de la confusion chez les investisseurs.

Bank of America et Citigroup

Nos deux banques en portefeuille ont engrangé des profits satisfaisants lors du premier trimestre, malgré la forte volatilité dans les marchés, ainsi que les provisions pour pertes sur les prêts du secteur énergétique. Le rendement sur le capital tangible annualisé a atteint 8,6% pour C et 5,6% pour BAC. Nous estimons que dans des conditions normales, ces rendements devraient augmenter substantiellement, sans toutefois ressembler à ceux qui prévalaient avant le début de la crise financière.

Grâce à des exigences de ratios beaucoup plus modestes, ainsi que du recours à un effet levier nettement plus élevé, ces banques pouvaient dégager des rendements de 20% à 30%. Par exemple, en 2005, Bank of America engendra 16G\$ de profits sur un avoir net au bilan de 100G\$. Une fois les actifs intangibles retranchés, on obtenait un taux supérieur à 30%.

En utilisant l'avoir net ajusté de 53G\$ (et encore moins si on décide de retrancher les droits de service hypothécaire), on calcule un ratio des prêts sur l'avoir surpassant 10x. Le

même calcul aujourd'hui donne une valeur inférieure à 6x. Sans s'attarder sur la qualité des prêts, on constate rapidement la diminution du risque assumé par la firme simplement par l'observation de l'effet levier.

Pour nos deux banques, la crise financière créa des catégories d'actifs difficiles à évaluer, comme les impôts différés. Ceux-ci sont constitués d'impôts à recouvrer au fur et à mesure qu'elles engendrent des profits éligibles à leur recouvrement. Cet actif s'avère particulièrement significatif pour Citigroup. Au dernier trimestre, les impôts récupérés ont atteint 1,6G\$, contribuant à une augmentation du capital reconnu par les régulateurs totalisant 6G\$. Néanmoins, il reste encore 46G\$ de cet actif.

Retrancher la totalité des actifs d'impôts aux fins du calcul du capital constituerait peut-être un ajustement trop sévère pour notre estimé de la valeur. À n'en point douter, nos banques vont récupérer au moins une partie de ces impôts sur une période de temps plus ou moins longue. C'est pourquoi nous avons opté pour le capital le plus conservateur parmi ceux exigés par les régulateurs, qui rappelons-le, sont devenus particulièrement exigeants depuis la crise. Il s'agit du «common equity Tier 1», que l'on pourrait traduire par «l'avoir nette des actionnaires ordinaires Tier 1». Dans le cas de Citigroup, le calcul du capital net comprend le retranchement de près de 30G\$ en impôts différés, soit 65% du total enregistré au bilan.

Pour BAC et C, ces capitaux calculés en conformité avec la nouvelle réglementation correspondent à 158G\$ et 153G\$ respectivement. Nous devons ajouter que nous utilisons l'approche complète, car en réalité, le nouveau calcul est incorporé progressivement sur une période de cinq ans. Tel qu'exigé par la réglementation de Basel III, les ajustements sont appliqués à raison de 60% pour 2016, alors qu'en 2019, ils le seront à 100%. Par conséquent, si nos banques ne généraient aucun profit durant les trois prochaines années, elles verraient leur ratio de l'avoir net Tier 1 s'effriter graduellement. Aussi bien utiliser immédiatement les données incorporant complètement les restrictions de 2019.

En ayant recours à ces données, il n'est plus nécessaire d'effectuer un estimé de l'ensemble des intangibles, qui sont parfois cachés dans des catégories au bilan telles que «autres actifs» ou dans les droits de service hypothécaire.

Nous pouvons difficilement nous empêcher de commenter au sujet des règles qui donnent, plus que jamais, un statut privilégié aux dettes souveraines face à d'autres types de prêts. Dans le calcul des ratios de capital, les actifs supportés par ce dernier sont évalués en fonction de leur risque potentiel. Ainsi, certaines catégories de prêts corporatifs, comme dans le secteur de la construction, sont frappées par des exigences plus lourdes en termes de capital nécessaire pour les supporter. À l'opposé, les bons du Trésor américain sont considérés sans risques. Leur détention en portefeuille n'augmente pas le capital réglementaire nécessaire. Résultat? On encourage fortement les institutions financières à contribuer à l'endettement des gouvernements.

Pour le moment, les taux d'intérêt sont si ridiculement bas que la situation n'inquiète personne. L'Allemagne vient tout juste d'émettre des obligations à taux négatifs, échéant en 2026! Tôt ou tard, l'augmentation des dettes souveraines plus rapide que la croissance économique sous-jacente prendra fin. Les déficits devront être enrayés pratiquement d'un coup; et lorsque les inquiétudes naîtront chez les investisseurs à ce sujet, les taux d'intérêt exigés risquent d'exploser.

Comme nous l'avons expérimenté ces derniers mois, il ne faut pas grand-chose pour faire paniquer les investisseurs. Bref, ajoutons à cela tous les autres problèmes qui n'ont nullement été réglés depuis qu'ils ont fait l'objet de panique ces cinq dernières années: on comprendra qu'il ne manque pas de crises à venir!

Sachant cela, faut-il entretenir des craintes à l'égard de tout investissement dans les banques? Heureusement, les banques aujourd'hui sont nettement plus solides qu'elles ne l'étaient auparavant. Leur capacité à absorber des chocs financiers a substantiellement augmenté, alors qu'elles doivent se soumettre à des contraintes extrêmement exigeantes de la part des régulateurs. Au mois de juin dernier, 31 des 33 banques visées par le «Fed Stress Test» ont passé l'épreuve haut la main. Les deux institutions qui ont échoué s'avéraient en fait des filiales américaines de banques européennes.

Ce test prévoit un scénario plutôt sombre, dans lequel le taux de chômage grimpe à 10%, le marché boursier perd la moitié de sa valeur et le taux d'inflation devient négatif. Quant aux plus grandes institutions en termes d'actifs, on doit additionner les risques de crises de liquidités, le risque d'une vente généralisée d'actifs dans l'industrie ainsi que la banqueroute des parties avec qui elles font affaires. Avec tous ces éléments négatifs entrant en jeu simultanément, la banque doit conserver un ratio au-dessus des minimums requis malgré la tempête. Autrement, on exige d'elle qu'elle conserve et amasse davantage de capital, ou qu'elle réduise le profil de risque de ses affaires. C'est pourquoi nous sommes peu inquiets du côté des risques macroéconomiques.

Ajoutons à cela la marge de sécurité par le biais du prix payé pour nos deux titres bancaires. Sur la base des capitaux réglementaires de référence, nous estimons des prix en Bourse correspondant à environ 1,7x cette valeur. Ce ratio sera justifié si le rendement sur le capital atteint au moins 12% ou 13%. Par exemple, à 12%, le ratio cours/bénéfices s'élèverait à 14x, alors qu'à 13%, il correspondrait à 13x.

Quelques mots sur le Brexit

Citigroup emploie 9 000 personnes au Royaume-Uni. Au 31 décembre 2015, elle comptait au total 231 000 employés. Chez Bank of America, on estime le nombre d'employés dans

ce territoire à 5 000, comparativement à un total de 213 000. Chez JP Morgan, le chef de la direction Jamie Dimon avait déclaré peu avant le référendum que sa firme pourrait couper jusqu'à 4 000 emplois en cas d'un Brexit. Comme JP Morgan emploie plus ou moins le même nombre de personnes que Citigroup, c'est relativement peu. Il s'avère donc impératif de tenir compte du contexte global avant de céder à la panique.

Les conséquences du Brexit pourraient s'avérer néfastes surtout pour le Royaume-Uni, mais nous n'éprouvons point de craintes pour le long terme. Plusieurs institutions exerçant la majorité de leurs opérations européennes à partir du centre financier de Londres n'auront plus automatiquement un accès facile pour établir des bureaux, vendre des services ou effectuer des transactions dans les 27 autres pays membres de l'Union européenne. À court et moyen terme, certains coûts sont à prévoir pour les relocalisations et les changements de procédures afin de poursuivre leurs activités. Soulignons toutefois que le processus du Brexit est prévu s'étirer sur deux ans. Les conséquences ne se feront pas sentir du jour au lendemain, et les institutions financières jouissent d'un certain temps pour réorganiser leurs opérations dans le vieux continent.

Certes, nous avons eu droit à quelques répercussions rapides, comme la chute en Bourse, ainsi que la possible mise au rancart de la vente d'actifs de cartes de crédit MBNA par Bank of America au Royaume-Uni. Cependant, la peur des investisseurs nous a paru nettement exagérée.

Avec l'événement du Brexit, nos perspectives à très long terme concernant l'Europe n'ont point changé, et n'a rien changé sur l'évaluation de nos titres. Brexit ou pas, comme la plupart des membres de l'Union européenne accusent un déficit chronique dans leurs finances, nous éprouvons de la difficulté à envisager une fin heureuse, alors que chaque pays devra un jour prendre des décisions difficiles pour enfin boucler son budget. La plupart d'entre eux ne peuvent compter sur la dévaluation de leur monnaie pour contrer leur constant endettement. Nous continuerons donc d'entendre parler de l'Europe pendant longtemps.

Best Buy

Malgré la rencontre de ses objectifs en matière de réduction des coûts, Best Buy peine à fouetter sa croissance. Aux États-Unis, les ventes comparables ont été nulles durant le premier trimestre. L'industrie continue de souffrir d'un certain ralentissement, tel que nous le constatons avec les chiffres publiés par le NPD¹, qui accusa un recul de 1,9%

¹ Le NPD Group comprend 1200 détaillants, totalisant 165 000 magasins. La catégorie utilisée pour fins de comparaison par Best Buy est celle de l'électronique auprès des consommateurs. Elle comprend les téléviseurs, les ordinateurs, les tablettes électroniques sans inclure Kindle, l'imagerie digitale et quelques autres. Cette catégorie couvre environ 65% des ventes de Best Buy.

durant le même période.

Best Buy représentait un poids important dans notre portefeuille en début d'année. Nous avons réduit progressivement, en janvier et suite aux résultats du premier trimestre. L'industrie dans son ensemble connaît un vent de face, et la Bourse regorge d'opportunités intéressantes. Nous n'avons donc pas hésité à réduire.

Suite à une correction du titre durant le mois de juin, nous avons à nouveau ajouté modestement à notre position. Nous continuerons d'être opportunistes selon le prix, et suivons de près l'évolution de la société dans cet environnement difficile.

Bon de souscription de AIG

Dans notre dernière lettre, nous avons mentionné que cet assureur demeurait dans notre mire, étant donné la venue de l'activiste Carl Icahn. Ce titre fait maintenant partie de notre portefeuille, mais par le biais des bons de souscription.

Ceux-ci nous font bénéficier de l'effet levier. Chaque bon donne le droit d'acquérir 1,009 action ordinaire à un prix de 44,58\$. Initialement, le prix d'exercice correspondait à 45\$. Toutefois, un mécanisme de protection contre le versement régulier ou spécial de dividende exerce à la fois un ajustement du prix et du nombre d'actions à être échangées en cas d'exercice. Avec le niveau de dividende actuel de 0,32\$ par trimestre, nous obtenons l'équivalent du rendement conféré aux actions.

Notre position en portefeuille atteint 3%, mais étant donné l'effet levier estimé de 2 à 3 fois, nous considérons que notre position réelle se situe entre 6% et 9%. En tout temps, nous conserverons une attitude prudente vis-à-vis ce genre de véhicule financier, en limitant notre pondération. Le calcul de conversion en un «équivalent en actions ordinaires» nous permet de garder la perspective de l'impact financier global qu'exercent les bons sur le portefeuille.

Autres titres

Cinq nouveaux titres ont fait leur apparition durant le semestre: Franklin Resources, Dillard's, Macy's, Nordstrom et Hugo Boss.

Le premier constitue une firme de gestion d'actifs, un peu semblable à la nôtre, si l'on fait abstraction de la taille. Franklin gère 732G\$ au 30 juin dernier. Elle offre une gamme variée de fonds, dont environ la moitié des actifs sont investis dans des revenus fixes, et l'autre, dans des actions. La société est très forte dans la gestion active de ses fonds, et doit donc affronter la tendance actuelle vers les véhicules d'investissements

passifs disponibles à peu de frais. Nous aimons particulièrement son bilan, qui regorge de liquidités, et le titre s'est rarement transigé à un prix aussi attrayant.

Les quatre titres suivants oeuvrent dans la vente au détail de vêtements. Le secteur est frappé par ce qui semble être un changement de comportement des consommateurs. Les visites se font moins nombreuses dans les centres commerciaux, alors que les achats en ligne gagnent en popularité. Les ventes comparables sont donc affectées, entraînant une forte chute dans l'évaluation de leurs titres. Plusieurs d'entre eux possèdent des actifs immobiliers de façon significative, ce qui ajoute une grande marge de sécurité pour les investisseurs patients. Nous croyons que leurs évaluations actuelles offre à l'investisseur un profil risque / rendement intéressant.

Frais de gestion

Le rendement du fonds, en 2015, a été de 4,69% avant frais, et 0,79% après frais. Nous avons expliqué dans la lettre précédente la raison de cette anomalie, due au paiement trimestriel des frais de performance.

Bien que cette situation ne désavantage en rien les porteurs de parts à long terme (grâce à l'application du montant maximum atteint ou «high water mark»), nous avons pris des mesures pour éviter que ce genre de distorsion ne se reproduise à l'avenir.

À partir de 2017, le paiement des frais de performance sera effectué annuellement plutôt que trimestriellement. Ainsi, les frais seront payés uniquement lorsque les rendements se seront maintenus jusqu'à la fin de l'année, afin d'assurer une concordance avec la performance annuelle.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière