

RAPPORT DE GESTION

RENDEMENT GLOBAL

Au cours des deux derniers trimestres, la stabilité des données économiques mondiales et les bénéfices élevés des sociétés ont masqué l'inquiétude grandissante entourant l'éventuel relèvement des taux d'intérêt et l'intensification des tensions commerciales. (Dans un premier temps, la présente lettre portera sur la période close le 30 septembre 2018, avant de se pencher sur les événements du mois d'octobre 2018.) Depuis quelque temps, nous observons des zones de faiblesse dans plusieurs marchés verticaux du secteur des technologies, comme les téléphones cellulaires, le matériel informatique lié aux cryptomonnaies et les équipements destinés à la fabrication des semiconducteurs. Cette faiblesse localisée a été compensée par la vigueur continue de la demande de capacité pour les centres de données et les services infonuagiques, sous l'effet des tendances observées en intelligence artificielle (« AI ») et dans les mégadonnées, sans compter la migration des applications d'entreprise vers le nuage, qui se poursuit. Parallèlement, nous avons constaté la réapparition de tendances qui s'étaient manifestées au début de l'année, les facteurs momentum et croissance ayant connu un essor tandis que le facteur valeur perdait du terrain. D'après les recherches de Goldman Sachs, les facteurs liés à la valeur se sont repliés alors que le momentum et la croissance ont fortement augmenté.

L'économie américaine a continué de bien se porter, les principaux indicateurs économiques ayant affiché une excellente performance. La faiblesse actuelle du taux de chômage et la vigoureuse croissance du PIB ont contribué à la progression des marchés. En revanche, les tarifs douaniers, les préoccupations commerciales et la hausse des taux d'intérêt ont ébranlé la stabilité d'une reprise économique qui évoluait à l'unisson à l'échelle mondiale. Aux États-Unis, la Fed a relevé son taux directeur de 0,25 % en septembre, procédant ainsi à sa sixième hausse de taux depuis le début de 2017. Une nouvelle majoration des taux est attendue d'ici la fin de 2018. Le président Trump continue d'aggraver la guerre commerciale avec la Chine, ce qui représente le principal risque pour la croissance mondiale et le cycle économique actuel. Bien que les tarifs douaniers soient une stratégie intéressante pour combler le déficit commercial avec la Chine, la guerre commerciale menée par les États-Unis vise aussi à faire respecter les droits en matière de propriété intellectuelle. Cela dit, les tarifs douaniers pourraient avoir comme conséquence indirecte un accroissement des coûts des intrants pour les entreprises et des prix pour les consommateurs américains.

Les économies d'Europe et d'Asie ont affiché une croissance stable au cours des deux derniers trimestres. Toutefois, comme nous l'avons mentionné plus haut, la fluidité des échanges internationaux pourrait être compromise par l'imposition de nouveaux tarifs douaniers d'envergure qui pourraient menacer la croissance mondiale. En Europe, le PIB réel a augmenté d'environ 2 % d'un exercice à l'autre, et la BCE a affirmé que les « perspectives de croissance demeurent généralement équilibrées ».

La croissance de la Chine se maintient, le PIB du troisième trimestre ayant affiché une progression de 6,5 % d'un exercice à l'autre, conformément aux prévisions. Jusqu'à présent, la réaction graduelle du gouvernement chinois aux tarifs américains est perçue comme étant prévisible et rationnelle. Bien que les marchés financiers n'aient pas réagi de façon excessive aux premiers avertissements donnés, nous

sommes d'avis que la perception des investisseurs risque davantage de changer si les États-Unis imposent des tarifs plus importants et multiplient les sorties publiques sur le sujet.

Senvest Capital (« Senvest » ou la « société ») a affiché un léger bénéfice pour le troisième trimestre et accusé pour un deuxième trimestre consécutif un recul par rapport aux indices d'actions généraux. La performance de Senvest a également été inférieure à celle du troisième trimestre de 2017, période où la volatilité était moins élevée. Senvest a enregistré un bénéfice net attribuable aux porteurs d'actions ordinaires de 2,48 M\$ ou 0,92 \$ par action ordinaire (montant dilué) pour le trimestre clos le 30 septembre 2018, contre un bénéfice net attribuable aux porteurs d'actions ordinaires de 75,0 M\$, ou 27,10 \$ par action ordinaire (montant dilué) pour le trimestre correspondant de 2017. Pour le trimestre, le dollar américain s'est déprécié par rapport au dollar canadien et il en est résulté une perte de change d'environ 17,1 M\$ liée au bénéfice net attribuable aux porteurs d'actions ordinaires. Ce montant n'est pas présenté dans l'état du résultat net de la société, mais plutôt dans l'état du résultat global. En conséquence, le résultat global attribuable aux porteurs d'actions ordinaires s'est établi à (14,6) M\$ pour le trimestre.

Le bénéfice tiré des placements en titres de capitaux propres de la société pour 2018 explique la majeure partie des résultats, mais a été nettement inférieur à celui de la période correspondante de 2017. Le gain net sur les placements en actions et autres titres, y compris les titres vendus à découvert et les passifs dérivés, a totalisé 14,8 M\$ pour le trimestre considéré, contre 235,4 M\$ pour le trimestre correspondant de 2017.

Paramount Resources (« POU »), Tower Semiconductors (« TSEM »), Mellanox Technologies (« MLNX »), Radware (« RDWR ») et TrueCar (« TRUE ») comptaient parmi nos plus importantes positions au 30 septembre 2018. (Quand la société fait référence à son portefeuille de placements, il est question de l'ensemble de son portefeuille, y compris les placements dans les fonds dont les comptes sont consolidés avec les comptes de la société.) Bien que la société canadienne de prospection et de production pétrolières et gazières POU ait affiché le pire rendement au premier trimestre de 2018, elle s'est stabilisée pour enregistrer un deuxième et un troisième trimestres relativement stationnaires. TSEM, spécialiste en fonderie de semiconducteurs analogiques, a également fait du surplace au troisième trimestre après un recul de près de 20 % au deuxième trimestre. La société de technologie MLNX, qui affichait de bons résultats aux deux premiers trimestres, a cédé une partie de cette hausse pour s'inscrire en baisse de 13 % au troisième trimestre. À l'opposé, TRUE, société d'information en ligne sur le secteur automobile, a gagné plus de 30 % au cours du trimestre, ce qui en a fait notre titre le plus rentable.

Au cours d'une entrevue diffusée sur le réseau PBS le 3 octobre, le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré ce qui suit : « Les taux d'intérêt sont encore accommodants, mais ils seront graduellement accrus jusqu'à un niveau jugé neutre. La banque centrale pourrait relever les taux au-delà de ce niveau, mais **ils s'en trouvent encore bien loin** (gras ajouté pour insister sur ce passage) ». Malgré l'ambiguïté de ces derniers mots, il semble que le ton très ferme de la déclaration de M. Powell ait effrayé les investisseurs en actions, qui craignent l'arrivée d'une récession entraînée par le coupable habituel, une Fed qui « abuserait des relèvements de taux ». C'est ainsi qu'a commencé en octobre une liquidation massive sur le marché des actions, l'indice Russell 2000 ayant plongé de près de 11 % durant

le mois, tandis que le NASDAQ cédait quelque 9 %. Ce mouvement a officiellement placé certains indices en territoire de correction. Il n'est donc pas surprenant que Senvest ait subi un sort similaire.

Selon Bloomberg, les sociétés cycliques ont été particulièrement touchées par la conjoncture, comme en témoigne la piètre performance de ces secteurs au sein du S&P 500 (on parle notamment des matériaux, de l'énergie et des industries). Viennent s'ajouter à ces propos ceux de Bespoke Investment Group, selon lequel « les cours sont tous trop bas dans les secteurs cycliques; aucun titre énergétique ou industriel ne se négocie au-delà de sa moyenne mobile sur 50 jours ». Cette opinion semble vouloir confirmer l'idée que les investisseurs craignent une récession. Toutefois, l'activité sur le marché rappelle le contexte qui prévalait en décembre 2015 et en janvier 2016. Ce que nous avons écrit alors mérite d'être répété : « Les récessions coïncident toujours avec un marché baissier, mais les liquidations massives n'annoncent pas nécessairement une récession ». Comme l'a dit l'économiste Paul Samuelson, « les indices de Wall Street ont prédit neuf des cinq dernières récessions ».

Bien que nous ne prétendions ni être des experts des stratégies « macro », ni être en mesure d'annoncer avec précision le début d'une récession, nous avons une perspective à court terme de l'économie qui s'appuie sur la surveillance de plusieurs indicateurs et sur la consultation de diverses entreprises spécialisées dans la recherche « macro ». D'après notre analyse de ces données et recherches, nous ne prévoyons pas de récession aux États-Unis dans un avenir prévisible. Par exemple, le ratio de l'indice des indicateurs précurseurs sur l'indice des indicateurs simultanés poursuit sa courbe ascendante marquée. Le modèle de probabilité de récession aux États-Unis de Ned Davis Research (« NDR ») continue d'afficher une valeur faible, à 1,9 %, ce qui « indique un risque minime de récession à court terme ». Par ailleurs, le modèle de prévision économique de NDR suggère que l'économie américaine affiche une « forte croissance ».

Nous partageons l'avis de Richard Bernstein Advisors, qui fait judicieusement observer ceci : « Il est important de ne pas confondre « point culminant des bénéfices » et « point culminant de la croissance des bénéfices ». Si les bénéfices culminent, c'est qu'ils sont sur le point de redescendre. Cette situation est très différente de la croissance des bénéfices qui culmine. Cela implique simplement que la croissance des bénéfices va se poursuivre, mais qu'elle sera plus modérée. Depuis 1980, la croissance des bénéfices a atteint 11 sommets différents. Dans tous ces cas sauf un (91 % des cas), les rendements ont été positifs sur les six et douze mois suivants, à des taux respectifs de 9 % et 18 %. Conclusion : 1) il ne s'agissait pas de sommets pour les bénéfices, et 2) un sommet de la croissance n'indique pas la fin d'un marché haussier. »

L'état d'esprit des investisseurs et la peur ambiante sont à l'image du brusque repli du marché. Le calcul consistant à soustraire l'indice de « pessimisme » de l'American Association of Individual Investors (« AAI ») (le pourcentage de membres sondés qui sont pessimistes quant au marché boursier pour les six mois à venir) de l'indice d'« optimisme » de l'AAII (le pourcentage de membres sondés qui sont optimistes quant au marché boursier pour les six mois à venir) révèle que les investisseurs pessimistes sont plus nombreux que leurs homologues optimistes, et que le niveau de pessimisme est parmi les plus faibles des cinq dernières années. Le baromètre de la peur de Credit Suisse (qui mesure l'état d'esprit des investisseurs sur des horizons de placement de trois mois en évaluant le prix d'un tunnel à prime zéro sur le S&P 500) indique quant à lui un niveau de peur parmi les plus élevés des cinq dernières années. Enfin, l'indice de la peur et de l'appât du gain (*fear and greed index*) de CNN affiche un résultat de « peur extrême » de 9 sur une échelle de 1 à 100. Nous verrons avec le temps si ces peurs se révèlent justifiées ou non.

Le fonds Senvest Master (Fonds Senvest Partners), qui se concentre avant tout sur les sociétés à petite et à moyenne capitalisation, a enregistré une faible perte de 0,45 %, déduction faite des frais, pour le troisième trimestre. L'essentiel du portefeuille en position acheteur étant investi en actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation, la performance du fonds a été inférieure à celle de son indice de référence le plus pertinent, l'indice Russell 2000, qui a bondi au cours du trimestre. La performance du fonds pour le trimestre a également été inférieure à celle de l'indice S&P 500, bien que cet indice ne soit pas considéré comme un indice de référence pertinent du fonds. Le fonds Senvest Israel Partners, établi en 2003, investit principalement dans des sociétés liées à Israël. Ce fonds affiche un bénéfice de 2,33 % après déduction des frais pour le trimestre (les résultats mensuels des deux fonds sont affichés sur le site Web de la société). Au 30 septembre 2018, les deux fonds géraient des actifs nets de plus de 1,6 G\$. Les comptes de ces deux fonds sont consolidés avec ceux de la société.

La société détient un portefeuille de biens immobiliers au 30 septembre 2018. Une partie de ce portefeuille représente des placements détenus dans différentes FPI américaines. Ces FPI ne sont pas négociées en bourse, et il n'existe aucun marché établi pour celles-ci. Le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents des FPI et la distribution du produit de la vente aux porteurs. La société détient également des participations minoritaires dans des entités à capital fermé dont les principaux actifs sont des biens immobiliers. Comme pour les FPI, le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents.

La société détient également des immeubles de placement constitués de terrains et de bâtiments. Les immeubles de placement sont initialement évalués au coût, incluant les coûts de transaction. Après leur comptabilisation initiale, les immeubles de placement ont été réévalués à la juste valeur selon le modèle de la juste valeur. La juste valeur repose sur les évaluations externes de tiers évaluateurs. Les profits ou pertes découlant des variations de la juste valeur des immeubles de placement seront inclus dans le résultat net de la société. La société a acquis une majorité de ces biens dans le cadre d'un regroupement d'entreprises. La société (l'acquéreur) a acquis 100 % des actions avec droit de vote de Bogas Costa Del Sol SL, de Globalbox Arganda SL, de Globalbox Rivas SL et de Coldstream SL (les entités acquises) le 16 janvier 2017. Le paiement a consisté en une contrepartie en trésorerie d'environ 9,6 M\$. La transaction a été comptabilisée selon la méthode de l'acquisition. L'actif net des entités acquises a été évalué à la juste valeur et il n'y a pas eu de goodwill à l'acquisition. Il n'y avait pas non plus de contrepartie éventuelle et l'acquisition n'a pas donné lieu à des participations ne donnant pas le contrôle. En avril 2018, les sociétés susmentionnées ont fusionné pour former une seule entité juridique nommée Coldstream SL.

La société consolide Senvest Management LLC, entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour Senvest Partners et Senvest Israel Partners, ainsi que pour les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne revient pas à la société est présentée à l'état de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 127,8 M\$ au 30 septembre 2018, contre 119,9 M\$ au 31 décembre 2017.

Au 30 septembre 2018, l'actif consolidé de Senvest totalisait 3 033,0 M\$, contre 2 976,0 M\$ à la fin de 2017. La valeur des placements en titres de capitaux propres et autres titres a diminué, passant de 2 533,2 M\$ en décembre 2017 à 2 389,2 M\$. La société a acheté pour 1 265,3 M\$ de placements au cours du trimestre et en a vendu pour 1 571,6 M\$. Le passif de la société a un peu augmenté, pour s'établir à 1 930,7 M\$ pour la période contre 1 912,6 M\$ en 2017. La principale cause de cette augmentation consiste dans la variation de 134,8 M\$ du passif au titre des parts rachetables. Les ventes à découvert de titres et les passifs dérivés ont diminué d'environ 76,4 M\$ par rapport à la fin de l'exercice précédent. Le produit de la vente à découvert de titres s'est établi à 2 600,4 M\$, et le montant des positions vendeur couvertes a atteint 2 705,3 M\$ pour la période. Ces deux montants sont supérieurs aux montants de la période correspondante de l'exercice précédent. Dans l'ensemble, les trois premiers trimestres de 2018 ont été plus volatils que la période correspondante de 2017.

Monnaie fonctionnelle

Les éléments des états financiers de chacune des entités de la société sont évalués dans la monnaie de l'environnement économique principal dans lequel l'entité exerce ses activités (la monnaie fonctionnelle). La monnaie fonctionnelle de la société mère est le dollar américain.

Monnaie de présentation

La société a adopté le dollar canadien comme monnaie de présentation, lequel, selon la direction, est la monnaie de présentation la plus appropriée. Par le passé, les états financiers consolidés de la société étaient présentés en dollars canadiens et, comme la société est cotée sur une bourse de valeurs canadienne, la direction estime qu'il est plus utile pour les actionnaires que les états financiers consolidés continuent d'être publiés en dollars canadiens. Les états financiers consolidés en dollars américains sont convertis dans la monnaie de présentation comme suit : les actifs et passifs sont convertis au cours de clôture à la date de l'état consolidé de la situation financière; les produits et charges sont convertis au taux moyen de la période. Toutes les variations qui en résultent sont comptabilisées dans les autres éléments du résultat global à titre d'écarts de change. Les éléments de capitaux propres sont convertis au taux historique.

Risques

Facteurs de risques financiers

Les activités de la société l'exposent à divers risques financiers, à savoir le risque de marché (y compris le risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur, le risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie, le risque de change et le risque de prix sur instruments de capitaux propres), le risque de crédit et le risque de liquidité.

Le programme global de gestion des risques de la société vise à maximiser les rendements en fonction du niveau de risque auquel la société est exposée et à réduire au minimum les effets défavorables potentiels sur sa performance financière. La direction gère ces risques conformément aux politiques en la matière approuvées par le conseil.

La société utilise différentes méthodes pour évaluer et gérer les divers types de risques auxquels elle est exposée. Ces méthodes sont expliquées ci-dessous.

Risque de marché

Risque de taux d'intérêt lié à la juste valeur et aux flux de trésorerie

Le risque de taux d'intérêt s'entend du risque que la juste valeur des instruments financiers ou les flux de trésorerie futurs qui en découlent fluctuent en raison des variations des taux d'intérêt du marché.

La majeure partie des emprunts de la société repose sur des taux variables, lesquels exposent la société à un risque de taux d'intérêt lié aux flux de trésorerie. La société n'a pas de flux de trésorerie à long terme pouvant être affectés à ce type de dette à taux fixe; elle préfère donc utiliser des emprunts à taux variable à court terme. La société ne limite pas son exposition aux fluctuations des taux d'intérêt sur les instruments d'emprunt à taux variable. Si les taux d'intérêt augmentaient en flèche, la société pourrait avoir recours à des swaps de taux d'intérêt ou, plus probablement, réduire son niveau d'endettement. Au 30 septembre 2018, la société détenait suffisamment d'actions de sociétés ouvertes qu'elle peut vendre pour rembourser en totalité ses emprunts à taux variable.

Risque de change

Le risque de change s'entend du risque que la valeur des actifs et des passifs financiers monétaires libellés en monnaies étrangères fluctue en raison des variations des taux de change sous-jacents. La monnaie fonctionnelle de la société est le dollar américain. La société est exposée au risque de fluctuations des cours du dollar canadien, de la livre sterling, de l'euro, de la couronne suédoise et du shekel israélien.

Risque de prix sur instruments de capitaux propres

Le risque de prix sur instruments de capitaux propres s'entend du risque que la juste valeur des placements en actions et autres titres ainsi que des actions vendues à découvert et des dérivés fluctue en raison des variations de cours des titres. La valeur de la majeure partie des actions et autres titres et de la totalité des titres vendus à découvert est fondée sur les cours du marché à la date de l'état consolidé de la situation financière. Les cours des titres cotés et des dérivés peuvent varier en raison d'un changement des perspectives financières des entités émettrices ou de la situation générale du marché. Lorsque des instruments financiers non monétaires, par exemple des actions, sont libellés dans des monnaies autres que le dollar américain, le prix, initialement exprimé dans une monnaie étrangère et converti ensuite en dollars américains, fluctue également au gré des variations des taux de change.

Les titres vendus à découvert sont des engagements de la société à livrer des titres donnés à une date future. La société doit alors acheter ces titres au cours du marché au plus tard à la date de livraison. Il en résulte le risque que le montant payé par la société pour s'acquitter de son obligation de livrer un titre soit supérieur au montant reçu lors de la prise de l'engagement ou au montant de l'obligation comptabilisé dans les états financiers consolidés. De plus, la société est partie à des instruments financiers dérivés dont le notionnel excède la juste valeur comptabilisée dans les états financiers. Il en résulte un risque que la

société soit tenue de régler ces instruments à une valeur supérieure ou inférieure au montant auquel ils sont comptabilisés dans les états financiers.

Les placements en actions et autres titres de la société comportent un risque de baisse limité à leur valeur comptable, tandis que le risque lié aux actions vendues à découvert et aux dérivés est illimité. La société est soumise à des marges obligatoires qui la protègent contre la variabilité des risques liés aux titres vendus à découvert et aux dérivés. En outre, la société surveille étroitement ses placements en actions et autres titres ainsi que ses actions vendues à découvert et ses dérivés.

Au 30 septembre 2018, l'incidence d'une variation de 30 % des cours des titres de capitaux propres cotés, des dérivés, des titres vendus à découvert et des passifs dérivés de la société s'établissait comme suit (en milliers) :

	Juste valeur	Augmentation de 30 % de la juste valeur estimative	Diminution de 30 % de la juste valeur estimative
Placements en titres de capitaux propres et autres			
Titres de capitaux propres cotés et dérivés	2 228 681	2 897 285	1 560 077
Titres vendus à découvert et passifs dérivés	(773 772)	(1 005 904)	(541 641)
Incidence avant impôt sur le résultat net		436 472	(436 472)

Risque de liquidité

Le risque de liquidité correspond au risque que la société éprouve des difficultés à honorer ses obligations financières. Les actifs les plus importants de la société sont des placements en actions et d'autres placements. La majorité de ces actifs est composée d'actions de sociétés ouvertes qui peuvent être liquidées dans un délai relativement court. Étant donné que la société détient une grande quantité d'actifs liquides, elle est d'avis qu'elle dispose de ressources suffisantes pour honorer ses obligations à l'échéance.

Tous les passifs financiers autres que les titres vendus à découvert, les passifs dérivés et certains autres montants à payer à la date de l'état consolidé de la situation financière viennent à échéance ou devraient être remboursés à moins d'un an. Le risque de liquidité associé à ces passifs est géré en maintenant un portefeuille d'actifs de placement liquides.

Risque de crédit

Le risque de crédit s'entend de la possibilité qu'une contrepartie ne réussisse pas à s'acquitter de ses obligations contractuelles et qu'elle occasionne une perte pour la société.

Toutes les transactions sur titres cotés sont réglées ou payées au moment de la livraison par des courtiers approuvés. Le risque de défaillance est considéré comme minimal, car la livraison des titres vendus ne se fait qu'une fois le paiement reçu par le courtier. Un achat est payé lorsque les titres ont été reçus par le courtier. La transaction échoue si l'une ou l'autre des parties manque à ses obligations.

La société est également exposée au risque de crédit lié à la contrepartie sur sa trésorerie et ses équivalents de trésorerie, ses placements à court terme soumis à restrictions et les montants à recevoir de courtiers.

La société acquiert, à l'occasion, des instruments financiers dérivés, principalement des bons de souscription et des options d'achat ou de vente sur actions, sur indices boursiers et sur devises, des swaps sur actions, des contrats de change à terme et des contrats à terme sur devises. Ces instruments dérivés sont comptabilisés à la valeur du marché. Il est présumé que les contrats à terme normalisés et certaines options qui sont négociés en bourse ne comportent aucun risque de crédit. Les bons de souscription et certaines options qui ne sont pas négociés en bourse confèrent à la société le droit d'acheter les actions sous-jacentes à un prix préétabli. Les swaps sur actions représentent des flux de trésorerie futurs que la société et ses contreparties conviennent d'échanger à des dates établies dans le futur. Les contrats de change à terme de gré à gré sont des contrats d'achat ou de vente de monnaies étrangères à un prix spécifié à une date future.

Gestion du risque de capital

L'objectif de gestion du capital de la société consiste à maintenir une structure du capital solide et adaptée à la nature de ses activités. La société considère que son capital correspond au total de ses capitaux propres et gère sa structure du capital en fonction de l'évolution de la conjoncture économique. Pour maintenir ou rajuster sa structure du capital, la société procède à des offres publiques de rachat dans le cours normal des activités ou modifie le montant des dividendes versés. La société gère son capital en se fondant sur son ratio passif net/capitaux propres. Celui-ci se présente comme suit (en millions) :

	Au 30 septembre 2018	Au 31 décembre 2017
Total du passif net	1 424,5 \$	1 612,6 \$
Total du capital-actions	1 102,4 \$	1 063,4 \$
Ratio passif net/capitaux propres	1,29	1,52

L'objectif de la société est de maintenir un ratio passif net/capitaux propres inférieur à 2,0 afin de limiter le risque. La société définit son passif net comme le total du passif déduction faite du montant à recevoir de courtiers. La société estime que le maintien de ce ratio dans cette limite est le meilleur moyen de contrôler le risque. Le ratio passif net/capitaux propres de la société était de 1,29 à la fin de septembre 2018, par rapport à 1,52 à la fin de 2017.

Risques liés aux placements

Outre ce qui a été mentionné précédemment, la société est assujettie à des risques supplémentaires en ce qui a trait à ses placements.

La valeur du portefeuille de la société peut diminuer et augmenter en raison de divers facteurs, comme la conjoncture économique générale et des facteurs liés au marché. Il se peut en outre que les décisions de placement prises par la société ne soient pas toujours rentables ou ne s'avèrent pas toujours judicieuses en définitive. Les stratégies de placement peuvent en tout temps entraîner des pertes importantes. Ces pertes peuvent être attribuables à divers facteurs, entre autres une baisse généralisée sur le marché sous-jacent,

un manque de liquidité sur les marchés sous-jacents, la volatilité excessive d'un marché donné, une intervention du gouvernement ou les politiques monétaires et/ou budgétaires d'une région ou d'un pays donnés. La rentabilité d'une bonne part des placements de la société dépend en outre dans une large mesure de la capacité de la société de prévoir correctement les variations futures des cours des titres et d'autres placements. Rien ne garantit que la société sera en mesure de prévoir ces variations des cours avec exactitude.

La stratégie de placement de la société est de nature spéculative et comporte des risques. La société négocie des options et d'autres dérivés, et elle a recours à la vente à découvert et à l'endettement. Le portefeuille n'est pas nécessairement réparti entre un vaste éventail d'émetteurs ou de secteurs d'activité. De plus, la société peut prendre des positions concentrées dans les titres à l'égard desquels elle a de fortes convictions, investir dans des titres à haut rendement ou investir sur des marchés étrangers, à l'extérieur des États-Unis et du Canada. Le portefeuille de placements peut donc être exposé à des fluctuations de valeur plus rapides que si la société était tenue de maintenir une grande diversification de son portefeuille entre plusieurs secteurs d'activité, domaines, types de titres et émetteurs.

La société peut investir dans les titres de sociétés à forte croissance. Plus particulièrement, la société peut détenir des placements importants dans de petites et moyennes entreprises dont la capitalisation boursière est de moins de 2 G\$ US. Bien que les sociétés de plus petite taille puissent afficher un potentiel de croissance rapide, elles présentent souvent une plus grande part de risque, car elles n'offrent pas l'expérience en matière de gestion, les ressources financières, la diversification des produits et les atouts concurrentiels des sociétés de plus grande taille. Ces facteurs font en sorte que les sociétés de plus petite taille sont beaucoup plus susceptibles que les grandes sociétés de connaître sur le plan opérationnel et financier des revers importants qui menacent leur viabilité à court et à long terme. En outre, dans de nombreux cas, la fréquence et le volume des transactions portant sur les titres de ces sociétés sont beaucoup moins élevés que ceux des sociétés de plus grande taille. Il en ressort que les titres des sociétés de plus petite taille peuvent être exposés à des fluctuations des cours plus importantes et qu'il peut être difficile de se départir des placements dans ces titres à des cours appropriés, ou sans encourir de délais importants. Par ailleurs, une partie du portefeuille peut être investie dans des sociétés des secteurs de la technologie ou liés à la technologie et du secteur biotechnologique. Ces types de sociétés peuvent consacrer des montants plus élevés que la normale à la recherche et au développement de produits. Les cours des titres de ces sociétés peuvent connaître des fluctuations plus grandes que la moyenne du fait des perceptions quant aux perspectives de réussite de leurs programmes de recherche et de développement. Ces sociétés peuvent également être exposées à des conséquences défavorables dans l'éventualité où un ou plusieurs de leurs nouveaux produits ne sont pas acceptés sur le plan commercial ou du fait de changements technologiques ou de l'obsolescence. L'historique d'exploitation de certaines de ces sociétés peut être limité, si bien que leurs marchés demeurent encore inexplorés ou limités, que leurs produits sont restreints, qu'elles ne disposent pas d'antécédents de rentabilité établis, qu'elles fonctionnent à perte ou affichent des variations importantes des résultats d'exploitation d'une période à l'autre, qu'elles ont un accès limité à des capitaux et/ou qu'elles se trouvent à la phase du développement de leurs activités.

La société tente de gérer les risques susmentionnés en surveillant son levier financier, en suivant activement les activités des sociétés dans lesquelles elle investit et en tentant de réagir judicieusement aux conditions du marché. Cela dit, la société s'attend à un degré plus élevé de volatilité pour son portefeuille que pour les portefeuilles investis dans des sociétés plus stables de plus grande envergure dont les placements obéissent à des limites plus précises. Au 30 septembre 2018, environ 90 % du portefeuille de la société était investi en titres de niveau 1. La société surveille le pourcentage de ses titres de niveau 1 par rapport au total de ses placements, mais elle n'a pas établi de seuil en deçà duquel ce pourcentage ne peut descendre.

Estimations et jugements comptables critiques

La société fait des estimations et pose des hypothèses relatives à des événements futurs qui, par définition, correspondent rarement aux résultats réels. Les estimations qui suivent, appliquées par la direction, sont celles qui ont l'incidence la plus significative sur les états financiers consolidés de la société. Il existe un risque important que ces estimations donnent lieu à des ajustements significatifs des valeurs comptables des actifs et des passifs au cours du prochain exercice.

Consolidation d'entités dans lesquelles la société détient moins de 50 % des droits de vote

La direction considère que la société exerce un contrôle de fait sur Senvest Management LLC (« SML »), RIMA Senvest Master Fund GP LLC et Senvest Israel Partners GP LLC, trois entités juridiques entièrement détenues par un dirigeant de la société, du fait de la présence de celui-ci au sein du conseil de la société et des conditions contractuelles de l'entente de conseil en placement conclue avec celle-ci. SML agit à titre de conseillère en placement des fonds, tandis que RIMA Senvest Master Fund GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Master Fund LP, et Senvest Israel Partners GP LLC agit à titre de commandité de Senvest Israel Partners Master Fund LP.

La direction estime que la société contrôle Senvest Master Fund LP, Senvest Israel Partners Master Fund LP et Senvest Cyprus Recovery Investment Partners LP, même si elle détient moins de 50 % des droits de vote de chacun des fonds. La société a établi que les droits de révocation des porteurs de parts non affiliés sont exerçables, mais qu'ils ne sont pas suffisamment significatifs compte tenu du pouvoir décisionnel dont elle dispose à l'égard des activités pertinentes, de la rémunération à laquelle elle a droit et de son exposition aux rendements. La société, par l'intermédiaire de son entité structurée, est le porteur de parts majoritaire de chacun des fonds et agit à titre de mandant, les autres porteurs de parts n'ayant pas constitué de groupe pour exercer leurs droits de vote collectivement.

Estimation de la juste valeur des instruments financiers

La juste valeur des instruments financiers lorsqu'il n'existe pas de marché actif ou lorsque des prix cotés ne sont pas disponibles est déterminée à l'aide de techniques d'évaluation. En pareil cas, la juste valeur est estimée à partir des données observables concernant des instruments financiers similaires ou par l'utilisation de modèles. Lorsque des données de marché observables ne sont pas disponibles, la juste valeur est estimée d'après des hypothèses appropriées. Dans la mesure du possible, les modèles n'utilisent que des données de marché observables; toutefois, des facteurs comme le risque de crédit (tant le risque de crédit propre à la société que le risque de crédit de la contrepartie), la volatilité et la corrélation exigent que la direction fasse des estimations. Des changements apportés aux hypothèses concernant ces facteurs pourraient avoir une incidence sur la juste valeur présentée des instruments financiers.

Instruments financiers classés au niveau 1

La juste valeur des actifs financiers et des passifs financiers négociés sur des marchés actifs est fondée sur les cours de clôture à la date de clôture. Les prix cotés sur un marché pour les actifs financiers et les passifs financiers détenus par la société correspondent au cours de clôture. Les placements classés au

niveau 1 comprennent les actions cotées sur un marché actif et les dérivés négociés en bourse. Les actifs financiers classés au niveau 1 représentent environ 90 % du total des actifs financiers.

Instruments financiers classés au niveau 2

Les instruments financiers classés au niveau 2 sont négociés sur des marchés qui ne sont pas considérés comme actifs, mais évalués en fonction des cours du marché ou des cotes fournies par des courtiers ou au moyen de techniques d'évaluation qui utilisent des données de marché. Ces techniques d'évaluation maximisent l'utilisation de données de marché observables disponibles et s'appuient le moins possible sur des estimations propres à l'entité. Si toutes les données d'entrée importantes requises pour déterminer la juste valeur d'un instrument sont observables, l'instrument est inclus au niveau 2. Ces instruments comprennent les obligations de sociétés, les actions cotées peu négociées, les instruments dérivés négociés hors bourse et les actions de sociétés fermées.

La société utilise diverses méthodes et pose des hypothèses qui sont fondées sur les conditions du marché existantes à chaque date de clôture d'exercice. Les techniques d'évaluation utilisées pour les instruments financiers non standardisés, comme les options et les autres dérivés négociés hors bourse, sont les suivantes : la comparaison avec des opérations récentes conclues dans des conditions de concurrence normale, la comparaison avec d'autres instruments très similaires, l'analyse des flux de trésorerie actualisés, les modèles d'évaluation des options et d'autres techniques d'évaluation couramment utilisées par les intervenants du marché en maximisant l'utilisation des données de marché et en s'appuyant le moins possible sur des données propres à l'entité. Les actifs financiers classés au niveau 2 représentaient plus de 6 % du total des actifs financiers.

Instruments financiers classés au niveau 3

L'évaluation des placements de niveau 3 se fonde sur des données d'entrée non observables importantes, car ces placements ne se négocient qu'occasionnellement. Les instruments classés au niveau 3 comprennent principalement les placements en actions non cotées et les placements immobiliers. Puisqu'il n'y a pas de cours observables disponibles pour ces titres, la société a recours à des techniques d'évaluation pour établir leur juste valeur. Les actifs financiers classés au niveau 3 représentent moins de 4 % de la juste valeur totale des actifs financiers.

Les évaluations classées au niveau 3 sont examinées par le chef des finances de la société, qui rend compte directement au conseil chaque trimestre, selon les dates d'établissement des rapports de la société. Sur une base annuelle, à l'approche de la clôture de l'exercice, la société obtient des évaluations de tiers indépendants pour déterminer la juste valeur des placements les plus importants classés au niveau 3. Les évaluations trimestrielles et annuelles des placements importants classés au niveau 3 sont effectuées par des tiers. Le chef des finances de la société examine les résultats des évaluations indépendantes. L'examen vise principalement à déterminer si le modèle d'évaluation utilisé est approprié, si les hypothèses posées sont compatibles avec la nature du placement et si les conditions du marché et les données d'entrée utilisées, telles que les flux de trésorerie et les taux d'actualisation, sont raisonnables.

Au 30 septembre 2018, les instruments classés au niveau 3 sont issus de diverses entités et de divers secteurs d'activité. Les placements immobiliers comprennent les placements dans des sociétés immobilières fermées et dans des FPI. Pour les principaux instruments classés au niveau 3, la société s'appuie sur les évaluations de tiers indépendants ou des transactions récentes. Comme il n'existait pas de marché établi pour ces placements, le scénario de sortie le plus probable est la cession des actifs sous-jacents. En ce qui a trait aux placements dans les FPI, la société s'appuie principalement sur les états financiers audités qui évaluent les actifs à la juste valeur. Le scénario de sortie le plus probable est la vente des immeubles sous-jacents et les distributions subséquentes aux porteurs.

Passif au titre des parts rachetables

Le passif au titre des parts rachetables correspond aux parts des fonds consolidés qui ne sont pas détenues par la société. Les parts peuvent être rachetées à la fin de n'importe quel trimestre, mais moyennant des frais de rachat payables aux fonds si les rachats sont effectués dans les 24 premiers mois. En outre, un préavis de 60 jours doit être donné avant tout rachat. Senvest Cyprus Recovery Investment Fund LP a des parts qui ne peuvent pas être rachetées avant décembre 2019. Les parts sont comptabilisées initialement à la juste valeur, déduction faite des coûts de transactions, s'il y a lieu, et sont évaluées ultérieurement au prix de rachat. Au niveau des fonds individuels, cet élément n'est pas présenté dans le passif; il est présenté dans les capitaux propres. Cet élément n'est considéré comme un passif qu'aux fins des états financiers consolidés, car ceux-ci sont préparés du point de vue de la société mère.

Impôt sur le résultat

La société est assujettie à l'impôt sur le résultat dans de nombreux pays. Une part significative de jugement est requise pour déterminer le montant des charges d'impôt à l'échelle mondiale. L'incidence fiscale définitive de bon nombre de transactions et calculs est incertaine. La société comptabilise des passifs pour les questions prévues au titre du contrôle fiscal en s'appuyant sur des estimations permettant de déterminer si des impôts additionnels devront être payés. Lorsque le règlement définitif d'un enjeu fiscal donne lieu à un montant d'impôt différent du montant comptabilisé initialement, l'écart se répercute sur les actifs et les passifs d'impôt exigible et différé de l'exercice au cours duquel le montant du règlement définitif a été établi.

RÉSULTATS TRIMESTRIELS

(en milliers de dollars, sauf le résultat par action)

Période	Total des revenus et des gains de placement	Résultat net – porteurs d'actions ordinaires	Résultat par action
2018-3	21 225	2 478	0,92
2018-2	67 359	19 337	7,10
2018-1	23 331	(9 704)	(3,55)
2017-4	2 234	491	0,29
2017-3	236 284	74 964	27,10
2017-2	121 348	42 669	15,40
2017-1	129 106	47 843	17,24
2016-4	64 623	26 923	9,67

La société a connu des fluctuations marquées de sa rentabilité d'un trimestre à l'autre pour les deux derniers exercices, comme l'illustre le tableau qui précède. Les bénéfices ont sensiblement varié d'un trimestre à l'autre. Le trimestre le plus rentable affiche un bénéfice de plus de 70 M\$ et le moins rentable, une perte. Ces fortes fluctuations sont principalement attribuables aux ajustements importants à la valeur de marché apportés trimestriellement au portefeuille de titres de sociétés ouvertes de la société. Nous prévoyons cependant que la volatilité et l'agitation des marchés se traduiront par de fortes variations des bénéfices d'un trimestre et d'un exercice à l'autre. Se reporter à la rubrique « Risques liés aux placements » plus haut.

La société détient des comptes auprès de plusieurs institutions financières importantes aux États-Unis, qui sont ses courtiers primaires, et auxquelles elle cède certains actifs en nantissement de sa dette. Bien que ces derniers soient des institutions financières importantes, rien ne garantit qu'une institution financière, quelle qu'elle soit, pourra satisfaire à ses obligations. En outre, la société pourrait se heurter à des contraintes d'échéancier ou d'ordre pratique au moment de faire valoir ses droits en cas d'insolvabilité.

Le *Bankruptcy Code* et la *Securities Investor Protection Act* des États-Unis visent à protéger les actifs d'un client en cas de défaillance, d'insolvabilité ou de faillite d'un courtier, mais rien ne garantit que la société ne subirait aucune perte advenant la défaillance d'un courtier qui détient ses actifs en garantie, étant donné qu'elle n'aurait pas accès à ses actifs durant un certain temps ou pourrait ne les recouvrer que partiellement. Comme la plupart des actifs nantis de la société sont confiés à quatre courtiers primaires, ces pertes éventuelles pourraient être importantes.

Le 14 août 2018, Senvest a entrepris une nouvelle offre publique de rachat dans le cours normal des activités lui permettant d'acheter jusqu'à 70 000 de ses propres actions ordinaires jusqu'au 13 août 2019. Cette offre publique de rachat remplace celle que Senvest a lancée le 14 août 2017 en vue de l'achat d'un maximum de 82 000 de ses propres actions ordinaires, laquelle a pris fin le 13 août 2018. Au total, 4 300 actions ont été rachetées en vertu de la nouvelle offre publique de rachat qui prendra fin en août 2019, tandis que 64 200 actions avaient été rachetées dans le cadre de l'offre publique de rachat antérieure qui a expiré en août 2018. Pour le trimestre à l'étude, 2 500 actions ont été achetées en vertu de la nouvelle offre publique de rachat et aucune ne l'a été en vertu de l'offre expirée. Au 30 septembre 2018, le nombre d'actions ordinaires en circulation s'élevait à 2 698 424, alors qu'il s'élevait à 2 696 624 au 9 novembre 2018. Aucune option sur actions n'était en cours au 30 septembre 2018 et aucune option sur actions n'a été émise depuis 2005.

La société a obtenu auprès d'une banque un financement constitué d'une facilité de crédit et d'une facilité garantie. Une hypothèque mobilière de premier rang d'un montant de 30 M\$ grevant la totalité de ses actifs a été cédée en nantissement des deux facilités. Aux termes des facilités, la société est tenue de respecter certaines clauses restrictives de nature financière. Toutes ces clauses ont été respectées pendant la période. La société a également des comptes sur marge auprès de courtiers.

Normes comptables nouvelles et modifiées adoptées en 2018

La société a adopté IFRS 9 *Instruments financiers*, qui remplace IAS 39 *Instruments financiers : Comptabilisation et évaluation*, ainsi qu'IFRS 15 *Produits des activités ordinaires tirés de contrats avec des clients*, qui remplace IAS 18 *Produits des activités ordinaires* et IAS 11 *Contrats de construction*.

L'adoption d'IFRS 9 *Instruments financiers* n'a pas eu d'incidence significative sur la situation financière ou les résultats de la société. La norme introduit de nouvelles règles sur le classement et l'évaluation des instruments financiers. Selon ces règles, le classement des instruments financiers est déterminé selon la nature des flux de trésorerie futurs et selon le modèle économique utilisé par la société pour évaluer et présenter ses instruments financiers. Étant donné que le modèle économique était déjà le critère déterminant du classement des instruments financiers de la société auparavant, le classement est demeuré le même, si ce n'est de légères différences. Aux termes d'IAS 39, la société désignait ses actifs financiers non détenus à des fins de transaction à la juste valeur par le biais du résultat net. Selon IFRS 9, à moins que les flux de trésorerie des actifs financiers soient constitués uniquement de remboursements de capital et de versements d'intérêts et qu'ils soient détenus dans un modèle économique visant essentiellement à percevoir des remboursements de capital et des versements d'intérêts ou à vendre les instruments financiers, les instruments financiers seront classés à la juste valeur par le biais du résultat net, de sorte que cette désignation n'est plus nécessaire.

L'adoption d'IFRS 15 *Produits des activités ordinaires tirés de contrats avec des clients* n'a pas eu d'incidence significative sur la situation financière ou les résultats de la société. Cette norme traite de la comptabilisation des produits des activités ordinaires et établit des principes visant à présenter de l'information utile aux utilisateurs d'états financiers sur la nature, le montant, le calendrier et le degré d'incertitude des produits des activités ordinaires et des flux de trésorerie tirés des contrats d'une entité avec des clients. Les produits des activités ordinaires sont comptabilisés lorsque le client obtient le contrôle du bien ou du service et qu'il a, par conséquent, la capacité de décider de l'utilisation de celui-ci et d'obtenir les avantages y afférents. La société est partie à des contrats à titre de conseiller des deux fonds auxquels elle fournit des conseils de placement, et IFRS 15 n'a pas d'incidence significative sur la présentation des produits des activités ordinaires tirés de ces contrats.

Normes comptables et modifications publiées mais non encore appliquées

La société présente les événements qui sont pertinents pour ses activités et ses transactions. Les normes révisées et les modifications qui suivent ne sont pas obligatoires pour les exercices clos le 30 septembre 2018 et n'ont pas été appliquées dans le cadre de la préparation des présents états financiers consolidés. La société n'a pas adopté ces normes et ces modifications de façon anticipée.

IFRS 16 *Contrats de location* a été publié en janvier 2016 par l'IASB. Cette norme remplacera les indications contenues actuellement dans IAS 17 *Contrats de location* et exige que les preneurs comptabilisent un actif et une obligation locative qui reflètent, respectivement, un « droit d'utilisation » et les paiements futurs au titre de la location, et ce, pour pratiquement tous les types de contrats de location. La norme s'applique aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019, et l'application anticipée sera permise si IFRS 15 est adoptée. La société évalue actuellement l'incidence de cette norme sur les états financiers consolidés. Les contrats de location simple présentés à la note 20 des états financiers consolidés audités de 2017 entrent dans le champ d'application d'IFRS 16.

IFRS 10 *États financiers consolidés* et IAS 28 *Participations dans des entreprises associées et des coentreprises* ont été modifiées en 2014 pour corriger une incohérence qui existait entre ces normes lorsqu'une entité comptabilise la vente ou un apport d'actifs entre un investisseur et l'entreprise associée

ou la coentreprise. La principale conséquence des modifications réside dans le fait que la totalité du gain ou de la perte doit être comptabilisée lorsque la transaction porte sur un regroupement d'entreprises, alors que seulement une partie du gain doit être comptabilisée lorsque la transaction porte sur des actifs qui ne constituent pas une entreprise. La date d'entrée en vigueur de cette norme sera déterminée par l'IASB à une date future. L'application volontaire est permise.

Opérations avec les parties liées

La société consolide Senvest Management LLC, entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour le compte de Senvest Partners et de Senvest Israel Partners, ainsi que pour les commandités des fonds. La part des rendements résiduels prévus des entités structurées qui ne revient pas à la société est présentée à l'état de la situation financière à titre de participation ne donnant pas le contrôle. Cette participation ne donnant pas le contrôle est détenue par un dirigeant de la société et totalisait 127,8 M\$ au 30 septembre 2018, contre 119,9 M\$ au 31 décembre 2017.

Placements importants en actions

Pour obtenir le sommaire de l'information financière de certaines entités détenues importantes, voir le rapport annuel de 2017. Les comptes de Senvest Partners, de Senvest Israel Partners et de Senvest Cyprus Recovery Investment Fund sont consolidés avec les comptes de la société.

ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport de gestion contient des « énoncés prospectifs » qui reflètent les attentes actuelles de la direction concernant la croissance, les résultats opérationnels, la performance ainsi que les perspectives et les possibilités commerciales futurs. Dans la mesure du possible, des termes tels que « pouvoir », « ferait », « pourrait », « fera », « prévoir », « estimer que », « planifier », « s'attendre à », « avoir l'intention de », « estimer », « viser », « s'efforcer de », « projeter », « continuer » et d'autres expressions similaires sont utilisés pour identifier ces énoncés prospectifs. Ces énoncés reflètent nos opinions actuelles concernant des événements futurs et sont fondés sur l'information dont nous disposons actuellement. Les énoncés prospectifs impliquent des risques importants connus et inconnus, des incertitudes et des hypothèses. De nombreux facteurs pourraient faire en sorte que nos résultats, notre performance ou nos réalisations réels diffèrent considérablement des résultats, de la performance ou des réalisations futurs exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés prospectifs, y compris, sans s'y limiter, les facteurs de risque énumérés dans la notice annuelle de la société. Si un ou plusieurs de ces risques ou incertitudes devaient se réaliser ou si les hypothèses sous-jacentes aux énoncés prospectifs se révélaient inexactes, les résultats, la performance ou les réalisations réels pourraient différer considérablement de ceux exprimés ou sous-entendus dans les énoncés prospectifs contenus dans le présent rapport de gestion. Ces énoncés prospectifs sont faits en date du 9 novembre 2018 et ne seront pas mis à jour ni révisés, sauf si la réglementation sur les valeurs mobilières applicable l'exige.

AUTRES INFORMATIONS FINANCIÈRES

Des informations financières supplémentaires sur la société se trouvent sur SEDAR à l'adresse www.sedar.com et sur le site Web de la société à l'adresse www.senvest.com, ainsi que dans les documents déposés par la société (ou Senvest Management) auprès de la SEC aux termes de l'article 13 aux États-Unis et d'autres documents qui se trouvent sur le site www.sec.gov.

CONTRÔLE INTERNE

Au cours du trimestre clos le 30 septembre 2018, la société n'a apporté aucun changement au contrôle interne à l'égard de l'information financière qui soit raisonnablement susceptible d'en modifier l'efficacité de façon significative.

(signé)

Victor Mashaal

Le président du conseil et président de la société,

Le 9 novembre 2018

(Le rapport de gestion présente une revue des activités, de la performance et de la situation financière de Senvest Capital Inc. pour la période close le 30 septembre 2018 et doit être lu en parallèle avec les documents annuels de 2017. Le lecteur est aussi invité à consulter le site Web de SEDAR à l'adresse www.sedar.com pour un complément d'information. Le présent rapport de gestion renferme des énoncés prospectifs concernant la société. De par leur nature, ces énoncés comportent des risques et des incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement des résultats qui y sont formulés. À notre avis, les hypothèses sur lesquelles reposent ces énoncés prospectifs sont raisonnables. Néanmoins, le lecteur ne doit pas s'y fier outre mesure, étant donné que les hypothèses relatives à des événements futurs, dont bon nombre sont indépendants de notre volonté, pourraient se révéler erronées

