

RAPPORT DE GESTION

RENDEMENT GLOBAL

L'année s'est amorcée sous le signe de la volatilité sur les marchés boursiers américains, qui ont finalement clôturé en baisse pour le mois de janvier. Les investisseurs se sont peut-être montrés nerveux devant un flot continu de données économiques positives qui aurait pu déclencher le décollage très attendu des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine. Au chapitre de l'économie et de la politique monétaire, le tableau est demeuré assez fade comparativement aux feux d'artifice observés en Europe. La Banque nationale suisse a ébranlé les marchés des capitaux en mettant fin à l'arrimage du franc suisse à l'euro, entraînant « l'un des mouvements les plus prononcés d'une monnaie depuis la chute du système de Bretton Woods en 1971 » (*Bloomberg Business*, le 17 janvier 2015). Jamais auparavant une grande monnaie n'avait enregistré une variation aussi marquée en une seule journée. Les autorités suisses avaient décidé de ce virage quelques jours avant l'annonce prévue par le chef de la banque centrale européenne (« BCE »), Mario Draghi, du lancement du programme d'assouplissement quantitatif (« AQ ») européen. Peu de temps après, M. Draghi a surpris les investisseurs et les commentateurs en annonçant un programme d'AQ encore plus important que prévu, suivant lequel les banques centrales européennes s'étaient engagées à acheter des obligations souveraines et d'autres titres adossés à des créances. L'aspect le plus notable du programme réside sans doute dans son caractère illimité. À la fin du mois, les problèmes liés à la dette souveraine grecque et le risque renouvelé d'une sortie de la Grèce de la zone euro défrayaient la manchette, après que le parti Syriza anti-troïka/austérité eut gagné plus de sièges que prévu aux dernières élections.

À l'échelle mondiale, les marchés boursiers ont décollé en février, probablement en raison du programme d'AQ de la BCE plus audacieux que prévu et des solides données économiques enregistrées aux États-Unis. En outre, les craintes d'une sortie de la Grèce de la zone euro ont été apaisées lorsque la Grèce et des représentants européens ont conclu une entente en vue de faire avancer les négociations concernant les réformes grecques en échange du maintien de l'aide financière. Le ministère du Travail des États-Unis a annoncé une augmentation de 257 000 emplois pour janvier et, avec l'ajout d'environ 1 million de travailleurs depuis novembre, la plus forte progression trimestrielle en 17 ans. L'augmentation des salaires s'est également révélée la plus forte depuis 2008 (*Bloomberg Business*, le 6 février 2015). En mars, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a officiellement éliminé la notion de « patience » de la déclaration de la Fed quant aux perspectives de décollage des taux à un jour. Même si cette déclaration était très attendue, M^{me} Yellen a également tempéré son propos et indiqué que la Fed ne se montrerait pas « impatiente » non plus.

Le premier trimestre d'AQ a été lancé en Europe par la voie d'achats d'obligations souveraines et d'autres titres adossés à des créances, créant des conditions sans précédent sur les marchés des obligations. Du fait de cette politique, une bonne part du marché des obligations en Europe n'offre plus aux investisseurs que la triste perspective d'une perte garantie sur leur investissement. Selon une recherche menée par Goldman Sachs en mars 2015, plus de la moitié des obligations souveraines européennes venant à échéance dans moins de cinq ans offrent des taux d'intérêt négatifs. Ce phénomène n'est toutefois pas limité à l'Europe, les rendements des obligations souveraines de deux ans étant négatifs pour environ la moitié des économies développées dans le monde. Or, si une position longue sur une obligation à rendement négatif est une garantie de perte pour le détenteur, peut-on en conclure qu'elle constitue par le fait même une garantie de gain pour le vendeur? Et qu'advient-il de ces taux d'intérêt négatifs si la BCE atteint son taux d'inflation cible de 2 %? Ces deux questions méritent qu'on s'y attarde, car elles pourraient mener à des occasions d'investissement intéressantes.

Senvest Capital Inc. (« Senvest » ou la « société ») a enregistré un bénéfice net attribuable aux porteurs d'actions ordinaires de 68,0 M\$, ou 24,21 \$ par action ordinaire, sur une base diluée, pour la période close le 31 mars 2015, contre un bénéfice net attribuable aux porteurs d'actions ordinaires de 69,6 M\$, ou 24,83 \$ par action ordinaire, toujours sur une base diluée, pour la période correspondante de 2014. La dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar américain au cours de la période s'est traduite par un gain de change de près de 69 M\$ dans le bénéfice attribuable aux porteurs d'actions ordinaires. Ce montant n'est pas présenté dans l'état du résultat net de la société; il est plutôt présenté dans l'état du résultat global. Toutefois, après la fin du premier trimestre, le dollar canadien s'est fortement apprécié par rapport au dollar américain, effaçant une bonne part du gain de change. La société demeure déterminée à être rentable à long terme. La volatilité et l'agitation des marchés se traduiront toutefois par une grande oscillation des profits d'un trimestre et d'un exercice à l'autre.

Le profit sur les placements en titres de capitaux propres de la société pour 2015 explique la majeure partie du bénéfice net enregistré. Le profit net sur les placements en titres de capitaux propres et autres placements a totalisé 133,8 M\$ pour la période considérée, contre 145,7 M\$ pour le trimestre correspondant de l'exercice précédent. Nos trois placements les plus substantiels au 31 mars 2015 sont Depomed, Radware et Fiat Chrysler. Le titre de Depomed, société pharmaceutique spécialisée, s'est avéré le plus performant pour le premier trimestre de 2015, son cours s'étant apprécié d'environ 40 %. Depomed a finalement mis à contribution le vaste réservoir de capitaux qu'elle avait réuni en septembre dernier et annoncé au premier trimestre de 2015 l'acquisition transformatrice et immédiatement rentable, pour 1 G\$, des droits visant le NUCYNTA, médicament hautement complémentaire dans les domaines de la gestion de la douleur et des neuropathies. Cette opération devrait être conclue au deuxième trimestre de 2015. Nous avons hautement confiance dans l'équipe de direction de Depomed, qui a su déployer avec succès sa stratégie consistant à mobiliser son effectif de vente et son infrastructure pour acquérir des sociétés pharmaceutiques connexes. Depomed estime que cette dernière transaction fera augmenter la valeur actionnariale de façon significative avec le temps.

Ajout relativement récent à notre portefeuille, Fiat Chrysler (« FCAU »), constructeur d'automobiles mondial, a connu un très bon premier trimestre, le cours de son action ayant grimpé de plus de 40 %. FCAU a été notre deuxième action la plus performante pour le trimestre. FCAU a annoncé pour le quatrième trimestre de 2014 des résultats qui ont été bien reçus dans l'ensemble et indiqué en outre que ses activités en Europe avaient été rentables pour la première fois depuis 2007. La direction a réitéré que ses plans de PAPE pour Ferrari vont bon train et que le placement pourrait être évalué à environ 7 milliards d'euros. Nous estimons que plusieurs des initiatives en cours de la direction de FCAU permettront de dégager plus de valeur pour les actionnaires et de stimuler les résultats, notamment le PAPE susmentionné de la marque emblématique Ferrari; le nouveau lancement d'une ligne Alfa Romeo entièrement repensée, une autre marque vénérable; une croissance sur le marché italien, qui semble avoir atteint un creux après des années de déclin; et l'expansion de la ligne Jeep aux États-Unis et en Chine. Il est à noter également que FCAU demeure relativement peu suivie par les analystes aux États-Unis, malgré son inscription à la cote de la NYSE l'an dernier. Bloomberg atteste d'une couverture par environ 8 sociétés nationales sur 31 au total. De ces 8 sociétés « nationales », une seule a un analyste établi aux États-Unis. (Selon notre expérience, il est plus difficile pour les investisseurs établis aux États-Unis de suivre les analystes établis à l'étranger en raison du décalage horaire et des barrières linguistiques.) Par comparaison, on compte environ 25 sociétés qui suivent Ford et GM, dont la quasi-totalité offre une couverture nationale aux États-Unis. Nous prévoyons que la couverture nationale et l'exposition potentielle aux investisseurs américains ne pourront que s'améliorer avec le temps.

Tower Semiconductor (« TSEM »), société de semi-conducteurs israélienne et l'un des cinq plus importants placements de Senvest, a gagné plus de 25 % au cours du dernier trimestre, propulsée par des résultats solides au quatrième trimestre. TSEM s'est classée au troisième rang de nos actions les plus performantes pour le trimestre. Senomyx (« SNMX »), société spécialisée dans les technologies de

savoir, a reculé de 27 % au cours du trimestre, ce qui représente le recul le plus important pour un titre individuel dans notre portefeuille. SNMX a annoncé une restructuration et une réduction des effectifs que les investisseurs semblent avoir accueillies négativement. La société de matériel et de logiciel de réseautage israélienne Radware (« RDWR ») affiche un repli de 5 % pour le trimestre. RDWR a annoncé des résultats solides qui ont dépassé les attentes, mais a formulé des prévisions inférieures aux estimations des analystes côté vendeur. Sa direction semble avoir fait le choix d'accroître les dépenses en vue de développer des produits conjointement avec un client important. Nous verrons si les investisseurs ont manqué de clairvoyance en ne tenant pas compte des avantages futurs de ces investissements à court terme. Une position courte sur un courtier en devises en ligne a finalement été récompensée, la société ayant fortement écopé du désarrimage du franc suisse. Le cours de l'action a dégringolé lorsque la société a annoncé des pertes importantes du fait de la ponction des comptes des clients, la laissant en situation de précarité devant son obligation d'honorer ses engagements du côté opposé de la position. La prémisse de la position courte ne reposait pas sur une prédiction du désarrimage du franc suisse; elle était fondée sur notre évaluation du modèle économique de la société, de son historique de problèmes de conformité, de ses états financiers déroutants, de l'évaluation de la direction et de sa valorisation.

Comme nous l'avons mentionné au dernier trimestre, nous avons amorcé l'exercice 2014 avec une position longue nette beaucoup plus élevée que ce qu'elle était à la clôture de l'exercice. Nous avons maintenu ce cap au premier trimestre de 2015. Nous avons continué de vendre des options de vente et avons repéré de nouvelles occasions de vente à découvert. Nous avons également mentionné que nous vendions des titres à découvert de façon opportuniste au lieu d'être contraints de trouver des occasions de vente à découvert pour atteindre une cible préétablie d'exposition longue nette. La société continuera d'avoir recours aux devises en 2015 à la fois pour protéger et pour accroître les rendements du portefeuille. En raison de l'appréciation soutenue du dollar américain par rapport aux autres devises importantes, notre gain de change pour le premier trimestre s'est établi à environ 17,9 M\$. Toutefois, comme nous l'avons mentionné antérieurement, après la fin du premier trimestre, le dollar américain s'est fortement déprécié, donnant lieu à une réduction des gains de change enregistrés au premier trimestre.

Le fonds Senvest Partners se concentre avant tout sur les sociétés à petite et à moyenne capitalisation. Pour le premier trimestre de 2015, ce fonds a enregistré un bénéfice de 7,6 %, déduction faite des frais. Le fonds affiche en outre une croissance de près de 3 000 % depuis son établissement en 1997. L'essentiel du portefeuille en position longue étant investi en actions de sociétés à petite et à moyenne capitalisation, la performance du fonds a largement dépassé son indice de référence le plus pertinent, soit l'indice Russell 2000, qui affiche une progression d'environ 4 % pour le trimestre. Le fonds a également excédé la performance de l'indice S&P 500, même s'il ne considère pas cet indice comme un indice de référence pertinent. Le fonds Senvest Israel Partners a été établi en 2003, et il investit principalement dans des sociétés liées à Israël. Ce fonds a enregistré un gain d'environ 7,9 % au premier trimestre. Au 31 mars 2015, les deux fonds géraient des actifs nets totalisant plus de 1 G\$. Les comptes de ces deux fonds sont consolidés avec ceux de la société.

Comme nous l'avons mentionné dans nos communications antérieures, notre placement le plus substantiel pour le dernier exercice est le fonds à un seul titre que nous avons lancé, soit le fonds Senvest Cyprus Recovery Investment Partners, LP (le « SCRIF »). Ce véhicule de placement détient une position dans Bank of Cyprus (« BoC »), qui a terminé une recapitalisation d'un milliard d'euros en 2014. En décembre, l'action de BoC était cotée aux bourses de Chypre et d'Athènes et se négociait en dessous du prix investi. Puisqu'on s'attend à ce que le SCRIF ait une durée de vie d'environ trois ans, ce placement sera évalué sur cette période et non pas sur une base trimestrielle. Au 31 mars 2015, le SCRIF gérait des actifs nets totalisant plus de 80 M\$. Les comptes des autres fonds susmentionnés et du SCRIF sont consolidés avec ceux de la société.

La société détient une participation de 48,9 % dans Cross Point Realty Trust, fiducie de placement immobilier (« FPI ») américaine. Une FPI est une entité qui détient et exploite des biens immobiliers producteurs de revenus et qui distribue annuellement à ses porteurs de titres au moins 90 % de son résultat imposable. Bien que certaines FPI soient cotées en bourse, celle-ci ne l'est pas. L'actif principal de la FPI était une participation dans une coentreprise qui détenait un immeuble commercial à bureaux. Cet immeuble a été vendu par la FPI au cours de l'exercice 2014 et la majeure partie de la trésorerie reçue sur la vente a été distribuée aux porteurs de parts de la FPI. La liquidation de cette FPI est prévue pour 2015.

La société détient un portefeuille de participations minoritaires dans des biens immobiliers choisis. Au 31 mars 2015, les placements immobiliers totalisaient 44,1 M\$. Plus de la moitié de ce montant 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. Le solde représente des participations minoritaires dans des entités à capital fermé dont les principaux actifs sont des biens immobiliers. Comme il est mentionné plus haut en ce qui concerne les FPI, le scénario de sortie le plus probable pour ces placements est la vente des biens immobiliers sous-jacents.

La société acquiert, à l'occasion, des instruments financiers dérivés, principalement des options d'achat ou de vente et des bons d'options sur actions, sur indices boursiers et sur devises. Tous ces instruments financiers sont libellés en dollars américains. Il est présumé que les options qui sont négociées en bourse ne comportent aucun risque de crédit. Les contrats portant sur des bons d'options ne sont pas négociés en bourse et confèrent à la société le droit d'acheter les actions sous-jacentes à un prix préétabli. L'exposition maximale au risque de crédit lié à ces bons d'options et aux options négociées hors bourse se limite à la valeur à laquelle ces instruments sont comptabilisés.

La société a fait des investissements substantiels dans ses activités à New York, principalement en matière de ressources humaines, de systèmes, de technologies et de nouveaux espaces de bureaux. Il s'agit là d'un effort important consenti sur une brève période en vue d'accroître la qualité de son infrastructure et de son personnel. En conséquence, les coûts d'exploitation de la société ont augmenté au cours du dernier exercice par rapport aux niveaux historiques et cette tendance devrait se maintenir pour le reste de 2015. La variation du cours des actions de Senvest et l'exercice d'options ont donné lieu à une charge au titre de la rémunération fondée sur des actions qui est incluse dans les avantages du personnel. Cette charge variera d'une période à l'autre, en fonction des fluctuations du cours des actions de la société. La société n'a attribué aucune nouvelle option sur actions depuis 2005, et toutes les options émises par le passé expirent à la fin de 2015.

La société consolide Senvest Management LLC (antérieurement « Rima Senvest Management LLC »), entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour le compte des fonds Senvest. La part des rendements résiduels prévus de l'entité 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 104 M\$ au 31 mars 2015, contre 83,7 M\$ au 31 décembre 2014.

Au 31 mars 2015, l'actif consolidé de Senvest totalisait 2 552,2 M\$, contre 2 020,1 M\$ au 31 décembre 2014. Cette variation découle principalement de l'augmentation des placements en titres de capitaux propres et autres placements, attribuable à l'achat d'autres titres et aux augmentations de la juste valeur du portefeuille. Les placements en titres de capitaux propres et autres placements ont augmenté, passant de 1 770,5 M\$ en décembre dernier à 2 200,2 M\$. La société a acheté pour 309,8 M\$ de placements au cours du trimestre et vendu pour 154,2 M\$ de placements. Les achats nets ont excédé ceux du trimestre correspondant de l'exercice précédent. Parallèlement, le passif de la société a augmenté pour s'établir à

1 573,4 M\$, contre 1 198,4 M\$ à la fin de 2014, en raison surtout de l'augmentation des actions vendues à découvert et du passif au titre des parts rachetables. Le produit de la vente à découvert d'actions s'est établi à 538,6 M\$ et le montant des positions courtes couvertes, à 348 M\$ pour l'exercice. Ces deux chiffres représentent le double des montants de la période correspondante de l'exercice précédent.

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 ont été présentés en dollars canadiens et, comme la société est cotée à 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 clôture; les produits et charges sont consolidés 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 sur actions), 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, présentées ci-dessous, 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 en découlant 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

31 mars 2015, la société détient 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 libellés en devises fluctue en raison des variations des taux de change sous-jacents. La monnaie fonctionnelle de la société est le dollar américain. Les principaux actifs financiers et passifs financiers comportant des éléments libellés en monnaies autres que le dollar américain s'établissent comme suit : trésorerie et équivalents de trésorerie, montant à recevoir de courtiers, montant à payer à des courtiers, avances bancaires, placements en titres de capitaux propres et autres placements, placements immobiliers, autres actifs, titres de capitaux propres vendus à découvert et comptes créditeurs.

Risque de prix

Le risque de prix sur instruments de capitaux propres s'entend du risque que la juste valeur des placements en titres de capitaux propres et des actions vendues à découvert fluctue en raison des variations du cours des placements. La valeur de la majeure partie des titres de capitaux propres et de la totalité des actions vendues à découvert est fondée sur les cours du marché à la date de clôture. Les cours du marché peuvent fluctuer, et cette fluctuation correspond au profit latent ou à la perte latente à la date de clôture. Il est possible que le montant latent ne corresponde pas au montant qui sera finalement réalisé. Les cours des titres cotés peuvent varier en raison d'un changement des perspectives financières des entités émettrices ou de la situation générale du marché.

Les actions vendues 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.

Les placements en titres de capitaux propres de la société comportent un risque de baisse limité à leur valeur comptabilisée, tandis que le risque lié aux actions vendues à découvert est variable. La société est soumise à des exigences de marge qui la protègent contre la variabilité des risques liés aux actions vendues à découvert. En outre, la société surveille étroitement ses placements en titres de capitaux propres et ses actions vendues à découvert. L'analyse suivante suppose que les taux d'augmentation ou de diminution des placements en titres de capitaux propres ayant une valeur à la cote et des actions vendues à découvert sont identiques. Étant donné que les deux portefeuilles ne sont pas couverts ensemble, les variations des cours auront des incidences différentes sur chaque portefeuille.

Au 31 mars 2015, l'incidence d'une variation de 30 % des cours des titres de capitaux propres ayant une valeur à la cote et des actions vendues à découvert 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
Titres de capitaux propres cotés	2 056 025	2 672 833	1 439 218
Actions vendues à découvert	(736 207)	(957 070)	(515 345)
Incidence avant impôt sur le résultat net		395 945	(395 945)

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 titres de capitaux propres et d'autres placements. La majorité de ces actifs est composée de titres de capitaux propres de sociétés ouvertes qui peuvent être liquidés 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.

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. La majorité des placements correspondent à des droits résiduels et ne comportent donc pas de risque de crédit.

La société acquiert, à l'occasion, des instruments financiers dérivés, principalement des options d'achat ou de vente et des bons d'options sur actions, sur indices boursiers et sur devises. Ces instruments dérivés sont comptabilisés à la valeur du marché. Il est présumé que les options qui sont négociées en bourse ne comportent aucun risque de crédit. Les contrats portant sur des bons d'options ne sont pas négociés en bourse et confèrent à la société le droit d'acheter les actions sous-jacentes à un prix préétabli. L'exposition maximale au risque de crédit lié à ces bons d'options se limite à la valeur à laquelle les bons d'options sont comptabilisés.

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 à ses capitaux propres. Le passif au titre des parts rachetables est présenté dans le passif dans les états financiers consolidés. Dans les états financiers des fonds individuels, cet élément est présenté dans les capitaux propres. La société 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 de ses activités ou peut être amenée à modifier le montant des dividendes versés. La société gère son capital en se fondant sur son ratio capitaux empruntés/capitaux propres. Celui-ci se présente comme suit (en millions) :

	Au 31 mars 2015	Au 31 décembre 2014
Total du passif	1 573,4 \$	1 198,4 \$
Total des capitaux propres	978,8 \$	821,7 \$
Ratio capitaux empruntés/capitaux propres	1,61	1,46

L'objectif de la société est de maintenir un ratio capitaux empruntés/capitaux propres inférieur à 2,0 afin de limiter le risque. La société estime que le maintien de ce ratio dans cette limite est le meilleur moyen de contrôler le risque. Le ratio capitaux empruntés/capitaux propres de la société s'établissait à 1,61 à la fin de mars 2015, contre 1,46 à la fin de 2014.

Estimations comptables et jugements 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 et jugements qui suivent sont ceux qui ont l'incidence la plus significative sur les états financiers consolidés de la société. Il existe un risque important que ces estimations et jugements donnent lieu à des ajustements significatifs des valeurs comptables des actifs et des passifs au cours du prochain exercice.

Jugements comptables critiques

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 L.L.C. (« SML »), antérieurement appelée « Rima Senvest Management LLC », même si elle ne détient aucune action de cette entité structurée, du fait de sa présence au sein du conseil de celle-ci 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 et, à son tour, la société agit à titre de sous-conseillère en placement des fonds. En guise de rémunération pour ses conseils en placement, la société a le droit de recevoir 60 % des frais de gestion et incitatifs gagnés par SML, son entité structurée, pour chaque exercice.

La direction estime que la société contrôle les fonds Senvest 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 solides compte tenu du pouvoir décisionnel de la société à l'égard des activités pertinentes, pour lequel elle a droit à une rémunération, 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 l'entité 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 fin de l'exercice. 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 titres de capitaux propres cotés sur un marché actif et les dérivés négociés en bourse. Les actifs financiers classés au niveau 1 représentent plus de 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 d'entrée 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 titres de capitaux propres cotés peu négociés, 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. 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 comparables conclues dans des conditions de concurrence normale, la comparaison avec d'autres instruments très similaires, des analyses des flux de trésorerie actualisés, des modèles d'évaluation des options et d'autres techniques d'évaluation couramment utilisées par les intervenants du marché en optimisant l'utilisation des données de marché et en se fiant le moins possible aux données spécifiques à l'entité. Les actifs financiers classés au niveau 2 représentaient environ 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 les placements en titres de capitaux propres non cotés 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 5 % de la juste valeur totale des actifs financiers.

Les évaluations classées au niveau 3 sont passées en revue 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. 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 31 mars 2015, les instruments de niveau 3 sont issus de diverses sociétés et divers secteurs d'activité. Les placements immobiliers comprennent les placements dans des sociétés immobilières fermées et dans des fiducies de placement immobilier. Les sociétés immobilières représentent divers types d'immeubles dans différents emplacements. Pour les principaux instruments de niveau 3, la société s'appuie sur les évaluations de tiers indépendants. Comme il n'existait pas de marché établi pour ces placements, le scénario le plus vraisemblable est la cession des actifs sous-jacents. En ce qui a trait aux placements dans les fiducies de placement immobilier, la société s'appuie principalement sur les états financiers audités qui évaluent les actifs à la juste valeur. Le scénario le plus vraisemblable 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 de l'une des catégories peuvent être rachetées à la clôture du premier trimestre civil survenant au moins un an après la date d'achat de ces parts, puis à la clôture de chaque trimestre civil par la suite. Les parts d'une deuxième catégorie peuvent être rachetées à la fin du premier mois survenant au moins 25 mois après la date d'achat de ces parts, puis à la clôture de chaque trimestre civil par la suite. Les parts d'une troisième catégorie peuvent être rachetées à la fin de n'importe quel mois, mais moyennant des frais de rachat payables aux fonds si les rachats sont effectués dans les 24 premiers mois. En outre, des périodes de préavis de 30 à 60 jours doivent être données avant tout rachat. Les parts d'une quatrième catégorie ne peuvent être rachetées qu'après deux ans. 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 provisions pour 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 règlement définitif a été établi.

RÉSULTATS TRIMESTRIELS

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

Période	Total des produits et des profits (pertes) sur placements	Résultat net - propriétaires de la société mère	Résultat par action
2015-1	154 178	67 967	24,21
2014-4	216 314	109 666	32,63
2014-3	(52 697)	(30 072)	(9,11)
2014-2	(16 237)	(19 772)	(7,09)
2014-1	150 171	81 357	24,83
2013-4	146 918	57 020	17,15
2013-3	98 395	48 042	13,69
2013-2	83 615	45 272	13,83

La société détient des comptes auprès de plusieurs institutions financières importantes aux États-Unis, qui sont ses courtiers principaux. Pour obtenir des avances sur nantissement, elle cède certains actifs en garantie aux courtiers principaux. 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, le droit de la société de récupérer ses actifs en cas d'insolvabilité de ses courtiers principaux pourrait se heurter à des contraintes d'échéancier ou d'ordre pratique.

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 principaux, ces pertes éventuelles pourraient être importantes.

Le 25 juin 2014, Senvest a entrepris, dans le cours normal de ses activités, une nouvelle offre publique de rachat visant jusqu'à 130 000 de ses propres actions ordinaires avant le 24 juin 2015. La société a racheté 13 700 actions dans le cadre de cette offre. Le nombre d'actions ordinaires en circulation s'établissait à 2 793 424 au 31 mars 2015 et à 2 836 424 au 1^{er} mai 2015. Le nombre d'options sur actions en cours totalisait 48 000 au 31 mars 2015 et 5 000 au 1^{er} mai 2015. Aucune option sur actions n'a été attribuée en 2015, et toutes les options émises par le passé expirent à la fin de 2015.

La société a une facilité de crédit auprès d'une banque qui se compose d'une facilité de crédit et d'une facilité garantie. La société a également des comptes sur marge auprès de ses courtiers. La société a accès à une facilité garantie de 12 M€ lui permettant d'émettre des lettres de garantie en son nom. Par ailleurs, une hypothèque mobilière de premier rang d'un montant de 30 M\$ grevant la totalité de ses actifs a été donnée en nantissement des deux facilités. Aux termes des facilités, la société est tenue de respecter certaines clauses restrictives de nature financière. Au cours de la période, la société a respecté toutes les exigences de ces clauses.

Incidence des nouvelles règles fiscales

Le 11 février 2014, le ministre des Finances du gouvernement fédéral a présenté le budget fédéral 2014 du gouvernement majoritaire (le « budget »). Le budget proposait des modifications en matière d'impôt sur le revenu touchant le régime canadien des sociétés étrangères affiliées à compter du 1^{er} janvier 2015. Ces propositions ont été adoptées comme loi en décembre 2014. Les modifications auront une incidence sur le mécanisme par lequel certains revenus étrangers de la société sont imposés au Canada. Elles auront une incidence négative sur la charge d'impôt et le passif d'impôt de la société ainsi que sur les flux de trésorerie de la société pour 2015 et les années d'imposition suivantes.

Transactions avec les parties liées

La société consolide Senvest Management LLC (antérieurement « Rima Senvest Management LLC »), entité qui agit à titre de gestionnaire de portefeuille pour le compte de Senvest Partners et de Senvest Israel Partners. La part des rendements résiduels prévus de l'entité 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 104 M\$ au 31 mars 2015, contre 83,7 M\$ au 31 décembre 2014.

Placements en titres de capitaux propres importants

Pour obtenir le sommaire de l'information financière de certaines entités détenues importantes, voir le rapport annuel 2014. Les comptes de Senvest Partners, Senvest Israel Partners et 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 future, les résultats opérationnels, la performance ainsi que les perspectives et les possibilités commerciales. Dans la mesure du possible, des termes tels que « pouvoir », « ferait », « pourrait », « fera », « prévoit », « 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 inexacts, 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 15 mai 2015 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 les documents déposés par la société (ou Senvest Management) auprès de la SEC aux États-Unis se trouvent sur le site www.sec.gov et sur le site Web de la société à l'adresse www.senvest.com.

CONTRÔLE INTERNE

Le président et chef de la direction ainsi que le vice-président et chef des finances de la société sont responsables de l'établissement et du maintien des contrôles et procédures de la société concernant la communication de l'information financière. Après avoir évalué l'efficacité des contrôles et procédures de la société concernant la communication de l'information financière au 31 mars 2015, ils ont conclu que ces contrôles et procédures étaient adéquats et efficaces, et de nature à permettre la communication à leur endroit de l'information importante concernant la société et ses filiales.

Le contrôle interne à l'égard de l'information financière a pour objectif de fournir une assurance raisonnable quant à la fiabilité de l'information financière de la société et à la préparation des états financiers selon les principes comptables généralement reconnus. Le président et chef de la direction ainsi que le vice-président et chef des finances de la société ont supervisé l'évaluation de la conception et de l'efficacité du contrôle interne à l'égard de l'information financière de la société au 31 mars 2015 et ils ont conclu que sa conception et son efficacité sont adéquates en ce qu'elles fournissent une assurance raisonnable conforme aux critères définis dans le Cadre intégré de contrôle interne (2013) du Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (« COSO »). Le contrôle interne à l'égard de l'information financière de la société n'a fait l'objet d'aucun changement au cours de la période close le 31 mars 2015 qui a modifié de façon importante son efficacité à l'égard de l'information financière, ou qui pourrait la modifier à l'avenir.

(signé)

Le président du conseil et président de la société,

Victor Mashaal

Le 15 mai 2015

(Le rapport de gestion présente une revue des activités, de la performance et de la situation financière de Senvest Capital Inc. pour le trimestre clos le 31 mars 2015 et doit être lu en parallèle avec le rapport annuel de 2014. Le lecteur est aussi invité à lire la notice annuelle de la société et 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.)