

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – août 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Il y a un an que le Fonds a été créé et c'est avec fierté que nous vous faisons part de sa performance. Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a terminé le mois d'août avec un rendement de 1,5 % pour établir son cumul annuel à 2,9 %¹.

En août, le marché du crédit a brusquement changé de cap. Tout au long de la première moitié du mois, il avait manifesté une belle vigueur motivée par l'idée que la Réserve fédérale allait se montrer plus clémente et par le fait que les analyses techniques de l'été avaient été encourageantes. Mais il a adopté un tout autre ton dans la seconde moitié du mois. D'une part, plusieurs options sont arrivées à expiration le 19 août, et d'autre part, Jerome Powell a prononcé au symposium annuel de la Banque de la réserve fédérale de Kansas City à Jackson Hole un discours rabat-joie. L'indice ICE BofA US High Yield a fléchi de 2,4 % tandis qu'on assistait à un élargissement des écarts de 20 points de base pour terminer à 503 points de base. Le pire rendement envisageable (yield to worst ou YTW) se situe à 8,45 %, une hausse importante depuis son taux de 7,7 % enregistré à la fin juillet.

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds a profité de la vigueur du début d'août pour réduire ses positions longues comme il l'avait fait au cours de la seconde moitié de juillet. L'ampleur de la remontée du marché nous a étonnés, mais nous n'avons pas boudé notre plaisir et en avons profité pour vendre à des prix qui auraient été inimaginables en juin. Vers la fin d'août, comme les valeurs s'amélioraient, le Fonds a acheté de manière sélective des obligations à revenu élevé de grande qualité, tout en conservant certains actifs risqués et sa couverture en matière de duration.

Le pari qu'avait fait le Fonds en investissant dans American Campus Communities Inc. (privée) n'a pas déçu nos espoirs. Nos parts ont été rappelées au prix de compensation prescrit à la suite de l'acquisition le 9 août de l'entreprise par Blackstone Inc. (NYSE : BX). Le fait que la valeur marchande avait été plombée par la forte impression que la transaction n'aurait pas lieu nous a permis de récolter un gain en capital par rapport à notre prix d'achat.

Fort de cet excès de liquidités, mais conscient que sur la plupart des marchés le profil risque-rendement à court terme était anémique, le Fonds s'est mis en quête d'instruments de portage intéressants pour nos stratégies axées sur le revenu fixe régulier et sur l'investissement événementiel. Nous avons mis sur pied plusieurs positions, ou renchéri sur d'autres qui, selon nous, devraient bien tirer leur épingle du jeu si jamais les primes de risque augmentaient dans les mois à venir.

Le Fonds a élargi sa position dans SeaWorld Parks & Entertainment Inc. (NYSE : SEAS), à 8,75 % venant à échéance en 2025, laquelle est une obligation de premier rang garantie émise en avril 2020, en plein cœur du confinement dû à la COVID-19. Depuis, SeaWorld a vu la fréquentation de ses parcs monter en flèche, et ses revenus et liquidités dépasser les seuils de 2019. Nous croyons qu'en raison de la valeur des actifs derrière cette position de courte durée, nous ne courons pas grand risque.

Dans le cadre de notre stratégie axée sur l'investissement événementiel, nous avons racheté des obligations de Nielsen Finance LLC (NYSE : NLSN), à 5,875 % venant à échéance en 2030. En effet, Windacre Partnership LLC s'est finalement entendue avec les acheteurs, ce qui a notablement réduit le profil de risque de la transaction. À l'origine, nous voulions assortir nos obligations dans NLSN à une option de vente à 101 %, mais nous espérons faire un peu mieux puisque l'entreprise a annoncé une offre publique d'achat à 101,125 % plus les intérêts courus. Le Fonds a créé des positions

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

dans Switch Ltd. (NYSE : SWCH), à 3,75 % venant à échéance en 2028, que nous espérons revendre à 101 % dès que l'acquisition par DigitalBridge Group Inc. (NYSE : DBRG) sera conclue plus tard cette année; et dans Valvoline Inc. (NYSE : VVV), à 4,25 % venant à échéance en 2030, que l'entreprise a déclaré vouloir racheter au pair quand elle aura vendu ses actifs à Saudi Aramco, ce qui devrait se faire vers la fin de l'année ou au début de 2023. Dans un cas comme dans l'autre, nous espérons en retirer un coût de détention décent et un gain en capital, ce qui représenterait un taux de rendement interne intéressant comparativement à des situations d'arbitrage dont le profil de risque est semblable. Finalement, le Fonds a ajouté une position dans Twitter Inc. (NYSE : TWTR), à 5,0 % venant à échéance en 2030. Nous estimons que son prix a été fixé dans le cas, peu probable, où l'offre d'achat d'Elon Musk finirait par aboutir, ce qui nécessiterait l'ajout d'une clause de remboursement intégral au pair assortie d'une généreuse prime de risque. À notre avis, il y a deux fois plus de chances que la balance penche du bon côté. Certes, personne ne peut prédire qu'elle sera l'issue des chahuteries légales, mais nous croyons néanmoins que le profil risque-rendement est plus que convenable.

Le Fonds alternatif de rendement absolu Pender a célébré son premier anniversaire à la fin août. Cette année a été éprouvante pour les marchés, mais elle nous a donné l'occasion de démontrer que les stratégies alternatives réussissaient fort bien à protéger et à faire croître le capital en période de volatilité. Dès le départ, nous avons compris que la législation sur les placements alternatifs liquides, qui autorise un fonds à vendre à découvert jusqu'à hauteur de 50 % de sa valeur liquidative, ne permettrait pas au Fonds de bien protéger la duration et le risque d'écart. Le Fonds a demandé et obtenu une exonération générale l'autorisant à vendre à découvert jusqu'à hauteur de 100 % de sa valeur liquidative², ce qui à notre avis lui suffira amplement pour protéger son capital et tirer profit d'occasions idiosyncrasiques.

Pouvoir vendre à découvert a bien servi le Fonds pendant sa première année, mais nous sommes conscients qu'afin de générer à l'intérieur d'un cycle de marché le genre de rendements que nous visons, nous devons miser plus particulièrement sur les positions longues. Lors du lancement du Fonds en 2021, le YTW de l'indice ICE BofA US High Yield affichait à peine 3,9 %. Les taux de rendement ont plus que doublé depuis. Au cours des prochaines semaines, les occasions d'acheter risquent fort d'être alléchantes, mais nous croyons néanmoins que le marché du crédit nous offrira des occasions d'achat encore plus remarquables. Le 30 juin, le plus récent sommet atteint par le rendement sur le marché des titres se situait juste en dessous de 9 %. Dépendamment de la façon dont la situation évoluera sur le terrain, si ce rendement atteignait 10 % ou 11 %, ce serait pour le Fonds une occasion en or d'accroître ses positions longues et sa protection contre les risques.

Nous sommes heureux d'annoncer que Rachael Zhang, CFA, s'est jointe à l'équipe du Fonds alternatif de rendement absolu de Pender en tant qu'analyste, ce qui va ajouter à notre capacité d'évaluer de nouvelles occasions. M^{me} Zhang a passé les trois dernières années chez Canalyt à élaborer des modèles portant sur la valeur ajoutée pour des clients institutionnels du côté acheteur. Elle possède une maîtrise en finance de l'Université Fraser où elle a occupé le rôle de gestionnaire de portefeuille des titres à revenu fixe du réputé fonds étudiant (Student Investment Advisory Service Fund).

Paramètres du portefeuille :

Le Fonds a passé le fil d'arrivée du mois d'août armé d'une pondération longue de 102,7 %. Dans celle-ci, 25,9 % relevaient de notre stratégie à revenu fixe régulier, 55,7 % de notre stratégie axée sur la valeur relative et 14,2 % de notre stratégie visant l'investissement événementiel. Le Fonds renfermait en outre une pondération courte de -46,9 %, dont -15,9 % dans les obligations du gouvernement, -14,8 % dans les titres de créance d'entreprises et -9,5 % dans les actions. La durée de rémunération corrigée des effets de la clause de remboursement anticipé (option-adjusted duration ou OAD) se chiffrait à 1,3 an.

En excluant les positions qui se négocient à des écarts de plus de 500 points de base et les participations qui se négocient en vertu d'une date d'achat ou de vente de 2024 ou antérieure, l'OAD du Fonds a baissé à 0,6 an. Sur le plan

² Vous trouverez de plus amples renseignements dans le Prospectus simplifié du fonds daté du 29 août 2022 sur le site SEDAR à l'adresse www.sedar.com.

de la duration, le Fonds renferme plus de positions axées sur l'investissement événementiel que jamais, la plus importante étant celle dans Nielsen Finance LLC, à 5,875 % échéant en 2030 (NYSE : NLSN), dont la duration est de cinq ans. Le Fonds compte aussi d'autres investissements événementiels dont la duration tend à les rendre vulnérables aux taux d'intérêt. Le rendement actuel du Fonds est de 5,7 % et le rendement à l'échéance de 6,3 %.

Perspectives de marché :

Après deux trimestres affreux, le marché des titres risqués était certes dû pour repartir à la hausse en juillet. Cependant, l'ampleur de cette hausse avait de quoi faire rougir d'envie celles qui l'ont précédée. D'ordinaire, les écarts sur le marché des titres à rendement élevé doivent être supérieurs à 600 points de base si l'on veut que le marché monte de 6 % en un mois comme il l'a fait en juillet. L'analyse technique et l'optimisme voulant que l'inflation ait atteint son point culminant ont ajouté encore 1,7 % à la hausse enregistrée lors de la première moitié d'août, ramenant les écarts sur les rendements élevés sous la moyenne sur dix ans. Ces écarts ont peut-être fait croire à certains que les investissements payants coûtaient cher, surtout si l'on considère que certaines obligations se négocient à des écarts plus serrés qu'au cours des six derniers mois, ce qui vient avec des conditions habituellement coûteuses. Comme un abîme sépare le taux d'inflation actuel et le taux de 2 % visé par les banques centrales, il est apparu opportun de réduire l'exposition aux risques. La liquidation de la fin août qui a suivi le discours de 8 minutes du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, à Jackson Hole a été bien accueillie par au moins un des gouverneurs régionaux de la Fed.

La réévaluation rapide et parfois désordonnée du risque qui a eu lieu à la fin d'août a créé des filons intéressants où il était possible d'acheter des obligations à rendement élevé de grande qualité à un prix avoisinant leur bas prix de juin. À court terme, nous aurons sans doute des occasions meilleures et plus diversifiées d'acheter des actifs à très bon prix, mais nous croyons que les rendements à terme sont d'ores et déjà plus prometteurs qu'il y a deux ou trois semaines à peine. C'est pourquoi nous allons nous activer à multiplier notre exposition au marché à mesure que les valeurs s'amélioreront.

Justin Jacobsen, CFA

9 septembre 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds équilibrés Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, septembre 2022.