

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 2,2 %¹ en novembre, un résultat impressionnant redevable principalement à des redressements du côté des titres de créance en détresse.

Le changement le plus notable, et de loin, revient à notre enjeu dans les actions privilégiées de **Fannie Mae** et **Freddie Mac**, lesquelles sont des institutions financières spécialisées d'intérêt public américaines. Dans le sillage des élections américaines, ces positions se sont avancées de plus de 100 %, ce qui a représenté un gain d'un peu plus d'un pour cent pour le Fonds. On s'attend à ce que la victoire républicaine permette à ces entreprises de mettre fin à leur tutelle de 15 ans par la Federal Housing Finance Authority des États-Unis. Nous en avons donc profité pour réduire considérablement notre position dans ces titres en novembre.

Par ailleurs, le Fonds a tiré parti d'une issue positive à la restructuration de la dette de **Spirit Airlines Inc.**, annoncée le 18 novembre en même temps que son dépôt de bilan. Dans ce cas-ci, les détenteurs d'obligations de fidélité garanties à 8 % de Spirit se sont retrouvés avec des droits de propriété sur 76 % de ce transporteur à escompte, lequel possède un grand nombre d'aéronefs. Cette position, un des 10 principaux avoirs du Fonds, s'est hissée de plus de 25 % au cours du mois.

Les billets garantis de **Porch Group Inc** ont également profité de gains remarquables une fois que l'entreprise a reçu l'aval des autorités pour se départir de certaines opérations déficitaires en assurance. Puis, vers la fin du mois, nous avons également tiré parti d'un redressement de notre position dans les prêts à terme d'**American Tire Distributors Inc** – ce dont nous discutons plus en détail ci-dessous.

Le portefeuille participait également à des titres qui ont perdu des plumes à la suite des élections américaines. Ce fut notamment le cas de notre avoir dans les obligations en détresse de **STEM Inc**, une entreprise logicielle qui offre des systèmes de batterie pour les services publics. Nous pensons que la valeur de STEM est considérablement sous-estimée, aussi en avons-nous profité pour renchérir sur notre position dans les billets convertibles de l'entreprise moyennant 0,30 \$ le dollar.

American Tire Distributors... Se battre et gagner

Au petit matin du 22 octobre dernier, nous avons appris qu'American Tire Distributors (ATD) avait déposé son bilan et s'était mise sous la protection du chapitre 11. Ce fait en soi n'était pas totalement inattendu. Notre position dans les prêts à terme de la société avait récemment été estimée à environ 0,45 \$ le dollar. Toutefois, nous avons été surpris par la

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.

présence, de concert avec le dépôt de bilan, d'un financement du débiteur-exploitant (DIP) inhabituellement agressif convenu entre l'entreprise et un groupe majoritaire de prêteurs à terme. Selon les modalités de la facilité DIP proposée, le montant total du prêt à terme de 1 milliard \$ d'ATD, sauf 74 millions \$, serait transféré dans la facilité DIP, laissant notre position à l'échelon le plus bas de la structure créancière. Soudainement, notre position à 0,45 \$ valait 0,05 \$. On avait essentiellement mis main-basse sur notre valeur.

Ainsi victimes de ce qui s'avère être un acte de « violence de prêteurs contre prêteurs », nous avons réalisé que nous devons rapidement nous engager dans la bataille pour tenter de récupérer la valeur perdue. Donc, de concert avec quelques autres institutions, nous avons sollicité les services d'avocats et avons déposé une objection au transfert dans le DIP dans le cadre des procédures de faillite du Delaware. Notre cas était plutôt limpide. Ce transfert préjudiciable s'inscrivait en porte-à-faux aux exigences en matière de capitaux propres du contrat de crédit qui régissait notre prêt à terme ATD. Le juge en est venu aux mêmes conclusions que nous.

Au moment d'écrire ce commentaire, ce que nous en retirerons ultimement sur le plan financier demeure incertain. Tout dépend du résultat de la vente aux enchères des activités d'ATD, laquelle a présentement lieu. Nous sommes cependant heureux d'avoir au moins récupéré nos droits par rapport à ces titres. Nous sommes également soulagés de constater que le « système » fonctionne encore et qu'il est en mesure d'empêcher les initiés et les grands porteurs de titres de mettre à mal les autres participants. Qu'il en soit ainsi pendant encore longtemps.

Nouvelles positions

En novembre, nous avons souscrit une position dans les billets de premier rang nouvellement émis de **Tenaz Energy Corp** (à 12 % échéant en 2029). La société, située à Calgary, a récemment fait l'acquisition d'actifs en gaz naturel exploitant dans la Mer du Nord auprès d'un consortium européen dont faisait partie Royal Dutch Shell et Exxon. Cette émission obligataire de 140 millions \$ a permis le refinancement d'un prêt-relais bancaire octroyé pour cet achat. Nous aimons le profil créancier de cet émetteur : la dette totale de Tenaz représente selon nous 1x notre évaluation des liquidités annuelles qu'elle tire de ses exploitations dans la Mer du Nord. En outre, son encaisse équivaut approximativement à sa dette. Tenaz devrait être en mesure de refinancer cette obligation lorsque le marché constatera les antécédents d'exploitation de son acquisition européenne.

Également en novembre, nous avons profité de la montée des taux de rendement à plus long terme, déclenchée par les élections américaines, pour renchérir sur nos avoirs dans les actions privilégiées canadiennes perpétuelles. Avec des taux de rendement courants dans les 6,1 %, nous estimons à environ 8 % le rendement fiscal équivalent des titres perpétuels de **Canadian Utilities Ltd**, **Great-West Lifeco Inc** et **Power Corp of Canada**. Les investisseurs canadiens se rendront bientôt compte, selon nous, de la rareté relative d'un tel revenu issu d'émetteurs de grande qualité. Nous nous attendons à un resserrement des écarts entre le taux de rendement fiscal équivalent des titres perpétuels et le taux de rendement des titres de sociétés à plus longue échéance.

Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici :

<https://www.penderfund.com/fr/fonds-revenu-fixe/>

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 Itée. Tous droits réservés, décembre 2024.



Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,0 % au 30 novembre, le rendement actuel s'établissant à 5,4 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,5 années. Il comporte une pondération de 3,4 % dans des titres en détresse dont les positions sont détenues en vue d'une valeur cible inférieure au pair et dont le rendement théorique n'est pas inclus dans le calcul ci-dessus. L'encaisse représentait 1,8 % du portefeuille total au 30 novembre.

Geoff Castle*10 décembre 2024*