

Commentaire du gestionnaire

Geoff Castle

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender a dégagé un rendement de 0,7 %¹ en décembre pour ainsi clore une excellente année 2024 pour le Fonds qui a obtenu un rendement total de 16,9 %. La série U du Fonds, qui n'opère aucune couverture par rapport au dollar américain, a terminé 2024 avec un rendement total de 23,7 %.

Parmi les contributions clés au rendement mensuel du Fonds, on retrouvait notre position dans le prêt à terme d'American Tire Distributors Inc : celui-ci s'est redressé de plus de 50 % dans le sillage des mesures juridiques prises avec succès (tel que mentionné dans le [commentaire](#) du mois dernier) pour reconquérir notre position prioritaire dans la structure de capital de la société. Notre participation aux obligations convertibles de Revancce Therapeutics Inc, qui ont remonté après que l'acquisition proposée de la société ait été reconfirmée, a également contribué favorablement au rendement du Fonds.

Les avoirs vulnérables aux taux d'intérêt ont généralement mal tiré leur épingle du jeu en décembre, y compris certaines positions dans les TIPS à plus long terme et dans la structure de Petroles Mexicanos (Pemex). Nos avoirs dans les titres de créance de Cardlytics Inc et MP Materials Corp ont également accusé des retards en tandem avec la performance peu reluisante de leurs actions.

Les actions privilégiées de Fannie et Freddie : un succès du jour au lendemain qui s'est fait attendre cinq années

Notre placement plutôt ésothérique dans les actions privilégiées en défaut émises par Fannie Mae and Freddie Mac, des institutions financières spécialisées d'intérêt public aux États-Unis, s'est hissé en tête de palmarès pour le Fonds en 2024. La position la plus imposante, soit les actions privilégiées de série S de Fannie Mae, a commencé l'année à 3,22 \$ le titre pour clore au 30 décembre à 11,67 \$, jour où nous avons vendu notre dernier bloc. Nous souhaitons souligner cette réalisation et nous en réjouir, car il est plutôt rare qu'un titre triple sa valeur en un an au sein d'un fonds obligataire.

Ces actions privilégiées, qui se négocient sans dividendes depuis que ces institutions se sont retrouvées en défaut au sommet de la crise financière de 2008, ont continué d'exister dans les limbes pendant des années sans offrir de rendement. Tous les flux de trésorerie obtenus des exploitations d'assurances hypothécaires de ces institutions étaient sujets à un transfert direct dans les coffres du gouvernement fédéral américain.

Ma collègue Parul Garg et moi avons porté notre attention sur ces titres en 2019, lorsque Mark Calabria, le nouveau directeur de la Federal Housing Finance Authority, avait mis en

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

place des mesures visant à mettre fin à la tutelle de ces institutions financières, au profit immense des actionnaires privilégiés. Toutefois, les roues du programme de recapitalisation et de sortie de M. Calabria se sont enlisées à l'approche des élections de 2020. Ensuite en juin 2021, une décision défavorable de la Cour Suprême a réaffirmé la légalité du transfert de profits au gouvernement fédéral. Les titres sont tombés en chute libre : les actions privilégiées de série S de Fannie Mae sont passées sous la barre des 2 \$, soit un recul de plus de 50 % par rapport à notre prix d'achat en 2019.

Nous avons repris confiance et avons renchéri sur notre position à l'été de 2023, lorsqu'un jury a accordé une remise d'environ 2 \$ par valeur nominale de 25 \$ suivant une contestation judiciaire ultérieure visant une période précise du transfert des flux de trésorerie. Bien que cette remise du jury se soit retrouvée en appel devant les tribunaux fédéraux, nous estimons que la valeur de la remise donnait appui à ces actions et que tout progrès pour mettre fin à la tutelle serait favorable à une hausse.

L'élection présidentielle de 2024 s'est avérée un élément catalyseur clé pour les actions privilégiées des institutions financières spécialisées d'intérêt public, les investisseurs les ayant considérées comme une « transaction Trump ». Dans le sillage du scrutin de novembre, les actions privilégiées de Fannie Mae ont plus que doublé. À ce point-ci, nous croyons que les actions privilégiées de Fannie et Freddie ont fait un aller-retour pour revenir à leur situation du printemps 2019. La nouvelle administration souhaite mettre fin à la tutelle, mais il existe néanmoins plusieurs contraintes techniques qui ont embourbé les démarches lors de la dernière tentative. Ces institutions demeurent sous-capitalisées et les défis légaux et administratifs qui subsistent rendront toute sortie compliquée et difficile.

Il reste que cette fois-ci, la sortie de ces institutions financières pourrait réussir et ce faisant, nous aurions laissé des profits sur la table. Nous estimons cependant que la hausse de la valeur des titres de catégorie S de Fannie Mae de 2 \$ à plus de 11 \$ la part représente le profit le plus sécuritaire.

Il a fallu cinq ans, du début à la fin, pour en venir à cette issue et la clé du succès s'articule autour de notre compréhension de l'inflexion dans le profil du risque/rendement survenue en 2023. Bien souvent, ce n'est pas une lueur de génie lors de la première analyse qui engendre les plus gros gains, mais les gestes posés en toute conviction au cours d'une période de détention sur de nombreux mois.

Nouvelles positions

En décembre, nous avons augmenté notre pondération dans les titres de sociétés de services publics réglementées. Les obligations convertibles (4,125 %, 2026) de Duke Energy Corp nous semblent une ligne intéressante. Ces titres cotés BBB, dont le prix se situe à environ 102 % de la valeur au pair, offrent une option bon marché advenant une hausse des actions au-dessus de 118 \$ l'action, ce qui est à peine 10 % de plus que le cours actuel.

En décembre, nous avons aussi élargi notre position dans les billets (3 %, 2029) de CrowdStrike Holdings Inc, dont le prix actuel devrait rapporter autour de 5,5 % à l'échéance. Chef de file dans la sécurité Internet, CrowdStrike est assorti d'une situation créancière

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, janvier 2025.



extrêmement solide, avec une dette totale de seulement 750 millions \$ contre une capitalisation boursière de 85 milliards \$. Les flux de trésorerie de son exploitation s'élèvent à plus de 1 milliard \$, ce qui éclipse les charges d'intérêts annuelles en espèces de 22 millions \$. À cet égard, nous estimons que la probabilité de défaut sur un an est inférieure à 0,1 %.

Positionnement du Fonds

Le Fonds d'obligations de sociétés Pender est assorti d'un rendement à l'échéance de 7,1 % au 31 décembre, le rendement actuel s'établissant à 5,2 % et la durée moyenne de ses instruments à terme à 3,5 années. Il comporte une pondération de 3,1 % 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 et les fonds de roulement à court terme représentaient un déficit de 0,3 % au 31 décembre, principalement en raison d'une évaluation à la valeur de marché négative de nos couvertures de change. Celle-ci est toutefois compensée, dans la valeur liquidative du Fonds, par la valeur plus élevée des titres détenus.

Geoff Castle

9 janvier 2025

