CARMIGNAC PORTFOLIO MERGER ARBITRAGE PLUS : LA LETTRE DES GÉRANTS

23/01/2024 | FABIENNE CRETIN-FUMERON, STÉPHANE DIEUDONNÉ

Chers investisseurs,

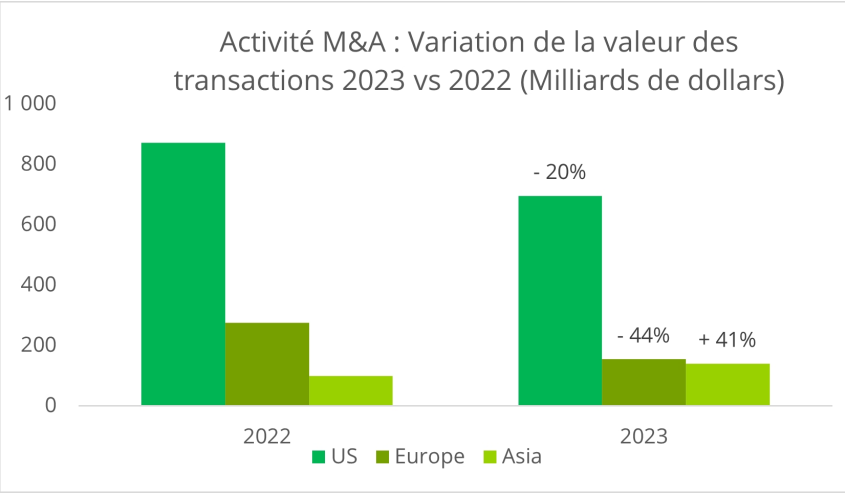
Au cours du dernier trimestre de l'année, notre fonds Carmignac Merger Arbitrage (I share class EUR Acc) a enregistré une performance de 1%, tandis que Carmignac Merger Arbitrage Plus (I share class EUR Acc) a progressé de 1,1%.

Au cours du dernier trimestre, l'activité M&A a marqué un réel rebond par rapport au trimestre précédent. En effet, Il y a eu 86 opérations de M&A éligibles à notre portefeuille annoncées aux US, en Europe et en Asie au cours du 4ème trimestre 2023, soit une hausse de 32% par rapport au trimestre précédent. Comme d'habitude, les US restent le premier marché avec 48% du total, l'Europe et l'Asie se partageant le reste avec 26% et 27% respectivement. La taille moyenne des opérations ressort à 6Md$ aux US contre environ 2Md$ en Europe comme en Asie. **Quand on regarde l'activité M&A en valeur, la reprise est encore plus notable avec un total de 340Md$ de transactions annoncées au dernier trimestre, soit près du double du trimestre précédent**.

Ce dernier trimestre est aussi le moment de faire le point sur cette année de M&A qui vient de se terminer. En début d'année, nombreux étaient ceux qui pensaient que la hausse des taux aux US et en Europe marquerai un coup d'arrêt à l'activité M&A. S'il est vrai que l'on a constaté une baisse en valeur cette année, une analyse détaillée montre toutefois une réalité plus complexe. En effet, **l'activité M&A a globalement diminué en valeur en 2023 par rapport à 2022 : les transactions annoncées au cours de cette année ont représenté 991Md$ au total, soit une baisse annuelle de 20%**. Plusieurs points à mentionner pour analyser ce chiffre.

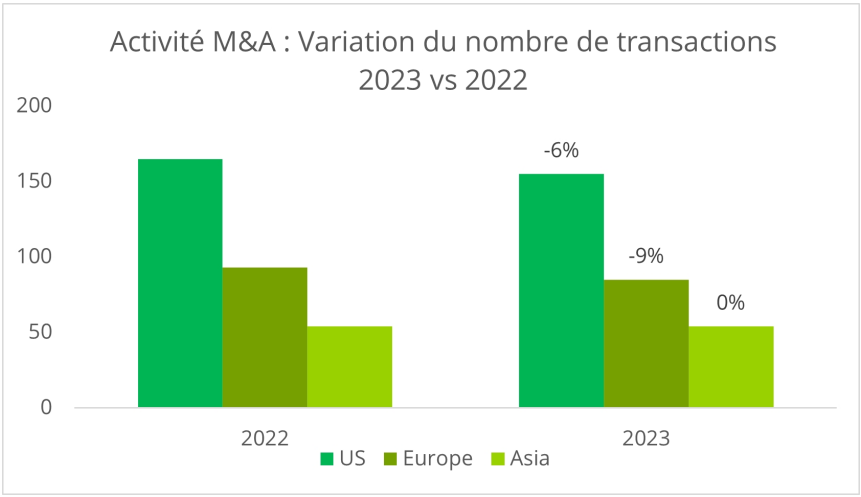
D'abord, **cette baisse est finalement moins forte que ce l'on pouvait craindre en début d'année compte tenu de l'ampleur de la hausse des taux et de sa rapidité**.

Ensuite, **le niveau d'activité atteint cette année est en ligne avec ce que l'on observait en moyenne avant 2018 quand les taux étaient significativement plus bas**. La disparité géographique est en outre intéressante à souligner : si les US baissent de 20%, l'Europe marque un repli plus net de 44% alors que l'Asie affiche une hausse de 41%.



Enfin, **si l'on parle non plus en valeur mais en volume, c'est-à-dire en nombre de transactions, on constate que la baisse de l'activité M&A est beaucoup plus modeste. Avec 294 nouvelles opérations annoncées en 2023, la baisse n'est en effet que de 6% par rapport à l'an dernier**.

Ce point est important à souligner car, pour nous arbitrageurs, plus que la taille des opérations en elles-mêmes, c'est le nombre de transactions qui nous permet déployer le capital dans nos fonds tout en maintenant une bonne diversification.

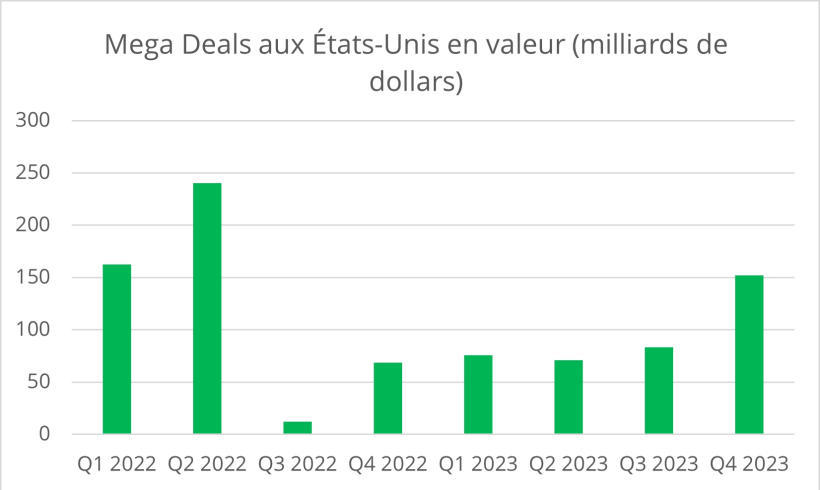


Source : Carmignac, Bloomberg au 31/12/2023.

La répartition sectorielle de l'activité M&A est également intéressante à analyser car elle reflète un véritable changement par rapport à ce que l'on a observé dans un passé récent et préfigure probablement une nouvelle tendance pour l'avenir.

On assiste en effet au retour de « l'ancienne économie ». Si la Santé et la Technologie restent deux secteurs importants avec respectivement 20% et 11% du total des opérations annoncées aux US, l'Energie est devenu le premier secteur avec 26% et l'Industrie/Matières Premières le troisième avec 14%. En Asie, la tendance est encore plus marquée : les secteurs Industrie/Matières Premières et Services aux Collectivités représentent cumulés près de 70% du total. **Les moteurs derrière cette tendance sont puissants et structurels: croissance sectorielle portée par la transition énergétique, bilan financier solide des acteurs stratégiques, synergies et effets d'échelle importants en cas de rapprochement**.

Enfin, le dernier fait marquant de cette année, c'est le retour progressif des « mega deals » aux US, c'est-à-dire des opérations de taille supérieure à 10Md$ qui avaient un peu disparu du paysage courant d'année 2022. Ce genre d'opérations était en effet devenue la cible privilégiée de la FTC, notamment dans les secteurs clés comme la Technologie (Activision, VMWare, Black Knight) ou la Santé (Seagen). Mais le fait que la FTC n'ait pas réussi à bloquer certaines de ces opérations emblématiques comme Activision et Seagen a probablement redonné confiance aux entreprises pour se lancer à nouveau dans des projets de croissance externe d'envergure.



Source : Carmignac, Bloomberg au 31/12/2023.

Avec la baisse du taux 10 ans américains et la perspective de la fin du cycle de hausse des taux directeurs, les marchés action et obligataire ont connu un fort rebond au cours du dernier trimestre de l'année 2023, 11.7% et 10.0% respectivement pour le S&P 500 et l'Investment Grade US. S'agissant de la stratégie de Merger Arbitrage, notre fonds Carmignac Merger Arbitrage (part I EUR Acc) et Carmignac Merger Arbitrage Plus (part I EUR Acc) a affiché une performance plus modeste de 1% et 1.1% respectivement, mais qui reste tout à fait satisfaisante au regard des objectifs de gestion.

Plusieurs facteurs expliquent cette performance. Tout d'abord, **la pression des autorités antitrust, que l'on avait observée en début d'année notamment aux USA, tend désormais à se normaliser**. Ainsi, deux opérations importantes, le rachat de Seagen par Pfizer pour 41Md$ et celui de Splunk par Cisco pour 28Md$, ont obtenu l'accord de la FTC au cours du trimestre.

Ensuite, nous avons bénéficié de deux offres améliorées. La première est le résultat de la bataille boursière pour le rachat de la société de gestion Sculptor Capital entre Rithm Capital et un groupe d'investisseurs mené par Boaz Weinstein. L'offre initiale de Rithm Capital a finalement été augmentée de près de 14%. **La seconde offre améliorée concerne la société minière Azure Minerals**. Sociedad Quimica y Minera de Chile, une société chilienne leader dans l'extraction du Lithium, a d'abord lancé seule une offre à 3.50AU$ qui a ensuite été augmentée de près de 6% avec le soutien de la société australienne Hancock Prospecting. Enfin, **un grand nombre d'opérations, 88 au total aux US, sont arrivées à terme au cours du trimestre. La convergence des décotes sur ces opérations a constitué un bon moteur de performance au cours de cette fin d'année**.

D'un autre côté, plusieurs facteurs ont eu un impact négatif sur la performance du fonds au cours du trimestre. **Si la FTC a effectivement donné son aval à plusieurs opérations importantes, elle a aussi lancé des enquêtes approfondies sur deux autres transactions, le rachat de Capri Holdings par Tapestry dans le secteur du sac à main de luxe et celui de Sovo par Campbell Soup dans le secteur de l'alimentation**. Bien que partiellement anticipées par le marché, ces mauvaises nouvelles ont entrainé un écartement de ces deux décotes accompagné d'une certaine volatilité.

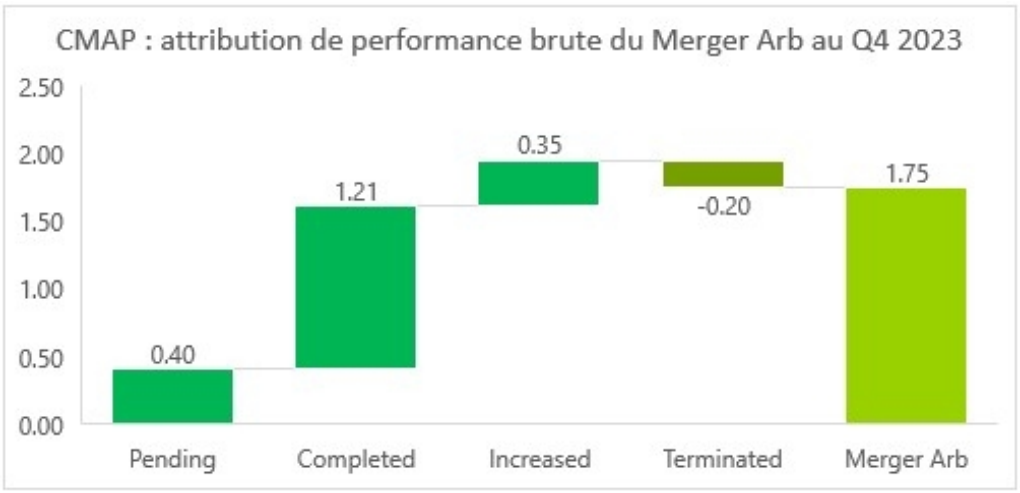
L'autre **facteur négatif du mois a été la grande volatilité des décotes dans le secteur pétrolier et notamment celle sur l'opération Hess/Chevron**. En effet, il y a eu une escalade des tensions entre le Venezuela et la Guyana au cours du mois de décembre autour du différend territorial centré sur la région de l'Essequibo. Après avoir organisé un referendum sur la souveraineté vénézuélienne sur l'Essequibo, le Venezuela a lancé une manœuvre militaire défensive à la frontière entre les deux pays. Hess ayant la très grande majorité de ses actifs au Guyana, la décote de l'opération s'est d'abord très fortement écartée avant de se resserrer en fin de mois après la rencontre des deux chefs d'Etat vénézuélien et guyanien sous la médiation du Brésil. Nous notons que le merger agreement qui lie Hess et Chevron est extrêmement fort et que la seule escalade des tensions ne peut être en soit une raison suffisante pour sortir de cette opération. Chevron a par ailleurs réaffirmé son intérêt dans l'acquisition de Hess.

Enfin, **malgré des améliorations significatives, l'offre de Brookfield et EIG Global Energy sur le producteur australien d'électricité Origin Energy a échoué à la suite de l'opposition des actionnaires menée par le fonds de pension Australian Super**. Comme nous avions bien estimé le prix de l'action Origin Energy en cas d'échec de l'opération, l'impact sur la performance est resté limité.

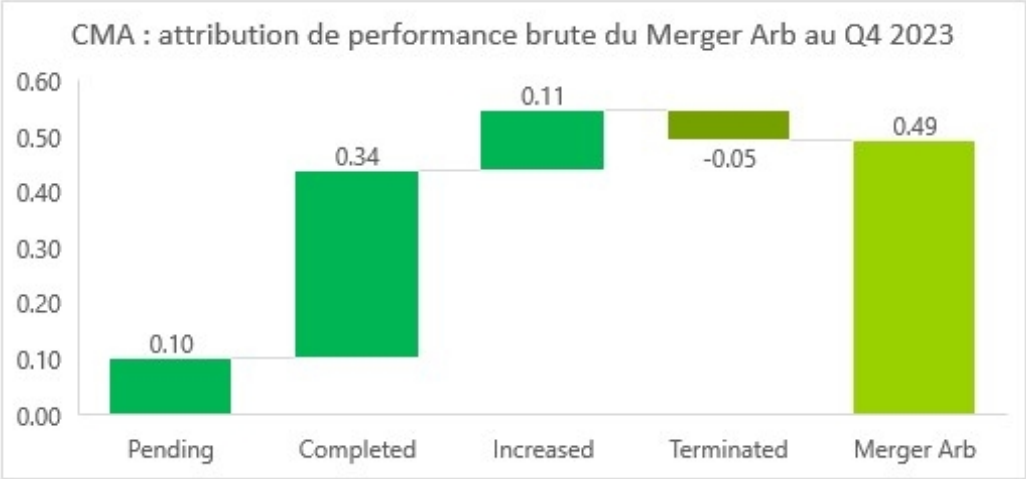
Une autre façon de décomposer la performance du fonds consiste à regarder le statut de l'opération à la fin de la période. En effet, une offre d'achat peut être soit :

- En cours : l'opération n'est pas encore finalisée car toutes les conditions suspensives n'ont pas encore été levées;
- Clôturée : l'opération s'est finalisée selon les termes initiaux;
- Améliorée : l'acquéreur a augmenté son prix ou une tierce partie est intervenue avec une offre supérieure;
- Abandonnée : l'opération a échoué.

Avec cette méthodologie, on obtient le tableau suivant d'attribution de performance :



Source : Carmignac, Bloomberg au 31/12/2023.



Source : Carmignac, Bloomberg au 31/12/2023.

Le tableau pour Carmignac Portfolio Merger Arbitrage est le suivant :

On retrouve que le principal moteur de la performance a été la finalisation d'un grand nombre d'opérations en portefeuille. Compte tenu de la volatilité accrue sur certaines décotes comme Sovo, Capri et Hess, la catégorie « Pending » contribue faiblement à la performance au cours du trimestre. On note aussi que l'échec de l'opération Origin Energy a été plus que compensé par les offres améliorées, notamment celle sur Sculptor.

Cette fin d'année est aussi l'occasion de faire le point, depuis la création des fonds en avril 2023, sur les deux autres paramètres importants de gestion que sont la volatilité et la corrélation aux principales classes d'actifs.

Au cours d'une année qui a finalement été mouvementée pour l'ensemble des marchés, notre stratégie de Merger Arbitrage a tenu ses engagements d'une volatilité maitrisée avec une faible corrélation. Carmignac Merger Arbitrage affiche en effet une volatilité de 0.7% et une corrélation aux actions de 0.24 et au crédit High Yield de 0.12.

Carmignac Merger Arbitrage Plus affiche en effet une volatilité de 2.1% et une corrélation aux actions de 0.26 et au crédit High Yield de 0.14.

Pour l'année qui vient, nous sommes confiants sur la poursuite du bon momentum observé au 4ème trimestre 2023. En effet, l'étude historique de l'activité M&A montre que, si on observe une certaine cyclicité, les phases de repli d'activité sont plutôt de courte durée en moyenne. **Pour 2024, les moteurs de la reprise sont déjà là** :

- **Approche de la fin du cycle de hausse des taux** qui devrait amener une certaine visibilité aux dirigeants d'entreprise;
- **Retour des mega deals** dans la plupart des secteurs économiques;
- **Basculement sectoriel de l'activité M&A vers « l'ancienne économie »** portée notamment par la transition énergétique;
- **Part plus importante des acteurs stratégiques par rapport aux acteurs financiers** davantage pénalisés par les taux élevés;
- Dans certains secteurs comme la Technologie et la Santé, **la croissance externe fait structurellement partie intégrante des modèles de développement**.

L'équipe Merger Arbitrage

Classification SFDR*** :

Article 8

RISQUE PLUS FAIBLE — RISQUE PLUS ÉLEVÉ

1	2	3*	4	5	6	7

Durée minimum de placement recommandée* 3 ANS

PRINCIPAUX RISQUES DU FONDS

Risques non suffisamment pris en compte par l'indicateur

RISQUE DE CONTREPARTIE : Le fonds peut subir des pertes en cas de défaillance d'une contrepartie incapable de faire face à ses obligations contractuelles. LIQUIDITÉ : Les dérèglements de marché ponctuels peuvent impacter les conditions de prix auxquelles le Fonds sera amené à liquider, initier ou modifier ses positions.

Risques inhérents

ACTION: Les variations du prix des actions dont l'amplitude dépend de facteurs économiques externes, du volume de titres échangés et du niveau de capitalisation de la société peuvent impacter la performance du Fonds.
RISQUE D'ARBITRAGE : L'arbitrage vise à tirer profit de ces différences de prix (par exemple, sur les marchés, les secteurs, les titres, les devises). En cas d'évolution défavorable de l'arbitrage, un investissement peut perdre sa valeur et engendrer une perte pour le Compartiment. RISQUE LIÉ À LA STRATÉGIE LONG/SHORT : Ce risque est lié aux positions acheteuses et/ou vendeuses à des fins d'ajustement de l'exposition nette au marché. Le Fonds pourrait subir des pertes élevées si ses expositions longues et courtes évoluaient simultanément en sens contraire et de façon défavorable.
LIQUIDITÉ : Les dérèglements de marché ponctuels peuvent impacter les conditions de prix auxquelles le Fonds sera amené à liquider, initier ou modifier ses positions.
Pour plus d'informations sur les risques, vous devez vous référer au prospectus et plus particulièrement à la section « Profil de risque » ainsi qu'au document d'information clé pour l'investisseur.

Pour plus d'informations sur les risques de la part/classe, vous devez vous référer au prospectus et plus particulièrement à la section « Profil de risque » ainsi qu'au document d'information clé pour l'investisseur.

** Durée minimum de placement recommandée : Cette part/classe pourrait ne pas convenir aux investisseurs qui prévoient de retirer leur apport avant le délai recommandé. Cette référence au profil d'investisseur ne constitue pas un conseil en investissement. Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans un OPCVM dépend de votre situation personnelle et doit être envisagé au regard de votre portefeuille global.*
L'indicateur peut varier de 1 à 7, une catégorie 1 correspondant à un risque plus faible et un rendement potentiellement plus faible et une catégorie 7 correspondant à un risque plus élevé et un rendement potentiellement plus élevé. Une catégorie 4-5-6-7 implique une forte à très forte volatilité, impliquant des fortes à très fortes variations de prix pouvant entraîner des pertes latentes à court terme. La catégorie de risque n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps. Le Règlement SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) 2019/2088 est un règlement européen qui demande aux gestionnaires d'actifs de classer leurs fonds parmi notamment ceux dits : « Article 8 » qui promeuvent les caractéristiques environnementales et sociales, « Article 9 » qui font de l'investissement durable avec des objectifs mesurables, ou « Article 6 » qui n'ont pas nécessairement d'objectif de durabilité. La classification SFDR des Fonds peut évoluer dans le temps. Pour plus d'informations, visitez : https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj?locale=fr.

FRAIS

Coûts d'entrée : Nous ne facturons pas de frais d'entrée.

Coûts de sortie : Nous ne facturons pas de frais de sortie pour ce produit.

Frais de gestion et autresfrais administratifs etd'exploitation : 1,11% de la valeur de votre investissement par an. Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année dernière.

Commissions liées auxrésultats : 20,00% max. de la surperformance lorsqu'elle est constituée et excède le High-Water Mark. Le montant réel varie en fonction de la performance de votre investissement. L'estimation des coûts agrégés ci-dessus inclut la moyenne des 5 dernières années, ou depuis la création du produit si celui-ci a moins de 5 ans.

Coûts de transaction : 0,84% de la valeur de votre investissement par an. Il s'agit d'une estimation des coûts encourus lorsque nous achetons et vendons les investissements sous-jacents au produit. Le montant réel varie en fonction de la quantité que nous achetons et vendons.

Précompte mobilier : ?

Taxe à la sortie : ?

Taxe sur Opération Boursière (TOB) : ?

Frais de conversion :

PERFORMANCES ANNUALISÉES (ISIN: LU2585801090)

Performances par Année Civile (en %)	2023
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage	+2.7 %

Performances annualisées	1 an	3 ans	Depuis Création
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage	+3.7 %	- %	+3.6 %

Source : Carmignac au 30 avr. 2024.
La gestion de cette part/classe n'est pas indicielle. Les performances et valeurs passées ne préjugent pas des performances et valeurs futures. Les performances sont nettes de tout frais à l'exception des éventuels frais d'entrée et de sortie et sont obtenues après déduction des frais et taxes applicables à un client de détail moyen ayant la qualité de personne physique résident belge. Lorsque la devise diffère de la vôtre, un risque de change existe pouvant entraîner une diminution de la valeur. La devise de référence du fonds/compartiment est EUR.

Communication publicitaire. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. A destination des investisseurs professionnels uniquement. Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac.
Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). Le rendement peut évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations des devises, pour les actions qui ne sont pas couvertes contre le risque de change.

La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. La référence à un classement ou à un prix ne préjuge pas des classements ou des prix futurs de ces OPC ou de la société de gestion.

Echelle de risque du KID (Document d'Informations Clés). Le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps. La durée minimum de placement recommandée équivaut à une durée minimale et ne constitue pas une recommandation de vente à la fin de ladite période.

Morningstar Rating™ : © Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations du présent document : -appartiennent à Morningstar et / ou ses fournisseurs de contenu ; ne peuvent être reproduites ou diffusées ; ne sont assorties d'aucune garantie de fiabilité, d'exhaustivité ou de pertinence. Ni Morningstar ni ses fournisseurs de contenu ne sont responsables des préjudices ou des pertes découlant de l'utilisation desdites informations.

La décision d'investir dans le(s) fonds promu(s) devrait tenir compte de toutes ses caractéristiques et de tous ses objectifs, tels que décrits dans son prospectus. Les risques, commissions et frais courants sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le prospectus, le KID, les valeurs nettes d'inventaire et les derniers rapports de gestion annuels et semestriels sont disponibles gratuitement en français ou en néerlandais auprès de la société de gestion (tél. +352 46 70 60 1). Ces documents sont également disponibles auprès de Caceis Belgium S.A., le prestataire de services financiers en Belgique, à l'adresse suivante : avenue du port, 86c b320, B-1000 Bruxelles. Le KID doit être mis à la disposition du souscripteur avant la souscription. Le souscripteur doit lire le KID avant chaque souscription. Il se peut que le Fonds ne soit pas disponible pour certaines personnes ou dans certains pays. Les Fonds n'ont pas été enregistrés en vertu de la US Securities Act de 1933. Les Fonds ne peuvent être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au profit ou pour le compte d'une « U.S. person », selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et de la FATCA. Les valeurs nettes d'inventaire sont disponibles sur le site web www.fundinfo.com. Toute plainte peut être adressée à l'adresse complaints@carmignac.com ou à CARMIGNAC GESTION - Compliance and Internal Controls - 24 place Vendôme Paris France ou sur le site web www.ombudsfin.be.

En cas de souscription dans un fonds d'investissement français (fonds commun de placement ou FCP), vous devez indiquer chaque année dans une déclaration fiscale la part des dividendes (et intérêts, le cas échéant) reçus de la part du Fonds. Un calcul détaillé peut être réalisé sur www.carmignac.be. Cet outil ne constitue pas un conseil fiscal et est destiné exclusivement à servir d'aide au calcul. Il ne vous exempte pas de suivre les procédures et de procéder aux vérifications qui incombent à un contribuable. Les résultats indiqués sont obtenus à l'aide des données fournies par le contribuable et Carmignac ne pourra en aucun cas être tenu responsable en cas d'erreur ou d'omission de votre part.

Conformément à l'article 19bis du Code belge des impôts sur les revenus (CIR92), en cas de souscription dans un Fonds soumis à la Directive sur la fiscalité des revenus de l'épargne, l'investisseur devra payer, lors du rachat de ses actions, une retenue à la source de 30% sur le revenu (sous forme d'intérêts ou de plus-value ou moins-value) tiré du rendement des actifs investis dans des titres de créance. Les distributions sont soumises à une retenue à la source de 30% sans distinction des revenus.

Carmignac Portfolio désigne les compartiments de la SICAV Carmignac Portfolio, société d'investissement de droit luxembourgeois conforme à la directive OPCVM. Les Fonds sont des fonds communs de placement de droit français conformes à la directive OPCVM ou AIFM.

La société de gestion peut décider à tout moment de cesser la commercialisation dans votre pays.
Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 6 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".