

Fonds  
canadien  
d'arbitrage  
d'événements de  
marché, de  
titres convertibles  
et de titres à  
revenu fixe

géré par



1002 SHERBROOKE OUEST  
BUREAU 2110  
MONTRÉAL (QUÉBEC)  
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248  
FAX +1.514.284.0249

Info@crystallin.ca

Revue trimestrielle

## FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

### ÉCONOMIE

Le premier trimestre 2015 a vu apparaître des données économiques plus faibles qu'anticipées du côté américain de la frontière. Mais le ralentissement de la consommation, jugé temporaire, a parallèlement été accompagné d'une nouvelle injection de stéroïdes (lire liquidités) au sein du système financier mondial. En théorie donc, les ingrédients sont présents pour une remontée des cours boursiers américains dans les prochains mois, à moins que les risques géopolitiques ne viennent gâcher la sauce.

Évidemment, plusieurs autres variables importantes influent sur l'évolution des marchés financiers, lesquels affichent davantage de volatilité en 2015. Les politiques monétaires extrêmement expansionnistes des principales banques centrales mondiales tranchent avec le désir de la Fed de débiter une mini-ronde de resserrement monétaire, avec l'objectif principal de "régulariser" les taux américains à court terme. Pour l'instant, l'inflation demeure très faible : la surabondance de liquidités fait surtout monter le prix des actifs financiers, sans affecter celui du panier de provisions. Les bas taux d'intérêt semblent donc influencer bien plus l'offre de biens et services que leur demande. Les forces séculaires désinflationniste (parmi lesquelles innovations technologiques, informatisation, globalisation, etc.) ont également un impact sur l'évolution des prix. Sans véritable croissance du côté des salaires, la Fed devra probablement demeurer patiente avant de poser la première pierre d'une hausse de taux. Nous demeurons optimistes, sachant que les premières hausses préventives du taux directeur de la Fed constituent normalement le prix à payer pour une poursuite modérée de la phase d'expansion du cycle économique.

Nous anticipons une fois de plus un rendement positif au niveau des marchés boursiers mondiaux d'ici la fin de l'année. Nous croyons que le prix du pétrole demeurera vraisemblablement

bas, entre \$40 et \$60, alors que le dollar canadien devrait fluctuer lui aussi dans une fourchette probable de \$0.75 à \$0.85 USD. Mais encore une fois, nous demeurons prudents compte tenu d'un contexte géopolitique européen pour le moins embrouillé, mais aussi de politiques monétaires « ultra expansionnistes » qui soulèvent beaucoup de questionnement au sein de notre équipe. Les mesures quantitatives déployées à ce jour, tant aux USA qu'en Europe ou au Japon, peuvent-elles véritablement constituer des moteurs de relance économique soutenue? Pour le moment du moins, l'histoire semble plutôt distinguer les actifs financiers comme grands gagnants de ces mesures sans précédents, alors que l'économie réelle traîne de la patte.

Bref, à court terme et hormis la question grecque toujours en suspens, les marchés boursiers devraient continuer de bien performer, avec des taux obligataires relativement bas sur une base historique. Mais il nous faut garder à l'esprit les aléas de ces mesures quantitatives : Endettement à long terme des pays en hausse, prise de risque parfois inadéquate des investisseurs, valorisations/primés de risque inappropriées attribuées à certaines classes d'actifs (notamment obligations vs. actions).

### PORTEFEUILLE

#### Titres convertibles

Malgré un trimestre positif, nous avons fait face à une marée descendante au sein du marché des débentures convertibles. Faible volatilité, offre réduite et dans certains cas valorisations trop agressives des nouvelles émissions, faiblesse du prix des matières premières et volumes transactionnels plutôt minces, se sont unis pour compliquer le trimestre. Mais il s'agit là de conditions que

#### RENDEMENT, NET DE TOUT FRAIS (en date du 30 avril 2015)

|                           | AMÉTHYSTE | AMÉTHYSTE | HFRI       | HFRI        | HFRI         |
|---------------------------|-----------|-----------|------------|-------------|--------------|
|                           | Onshore   | Offshore  | Conv. Arb. | Merger Arb. | Event Driven |
| Dernier trimestre         | 2.8%      | 2.4%      | 3.6%       | 2.9%        | 4.8%         |
| Derniers 12 mois          | 6.9%      | 4.5%      | 3.8%       | 3.9%        | 5.2%         |
| Annualisé depuis création | 8.5%      | 7.5%      | 6.7%       | 5.8%        | 7.9%         |



Fonds  
canadien  
d'arbitrage  
d'événements de  
marché, de  
titres convertibles  
et de titres à  
revenu fixe

géré par



1002 SHERBROOKE OUEST  
BUREAU 2110  
MONTRÉAL (QUÉBEC)  
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248  
FAX +1.514.284.0249

Info@crystallin.ca

## Revue trimestrielle

### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

nous jugeons transitoires puisque que le renversement prévisible de tendance des taux d'intérêt devrait rendre à nouveau attrayante l'émission de dette convertible pour les sociétés en recherche de financement.

Un des avantages de cette stratégie tient dans le fait qu'en autant qu'un émetteur ne fasse banqueroute en ne payant rien à ses détenteurs obligataires, il est difficile de perdre au change tout au long de la vie d'une obligation corporative. Personne n'est cependant à l'abri de la volatilité des prix au marché, notamment lorsque les valorisations deviennent à l'occasion disjointes, plus souvent qu'autrement sous l'emprise de craintes sans fondements réels. Et bien sûr, le phénomène est amplifié lorsqu'une faillite importante et médiatisée vient hanter les investisseurs. Quelques positions en portefeuille ont subi les contrecoups de cette anxiété au cours des derniers trimestres, malgré des niveaux d'encaisse et de liquidité générale plus que suffisants. Et comme il fallait s'y attendre, la réalité est venue s'y confronter dernièrement, permettant la stabilisation et même une reprise de la valeur de nos titres.

Nous avons réussi à minimiser l'impact d'événements à potentiel négatif au portefeuille grâce à des solutions innovatrices exploitant au mieux la diversité et la profondeur de nos compétences internes. L'utilisation de la dette

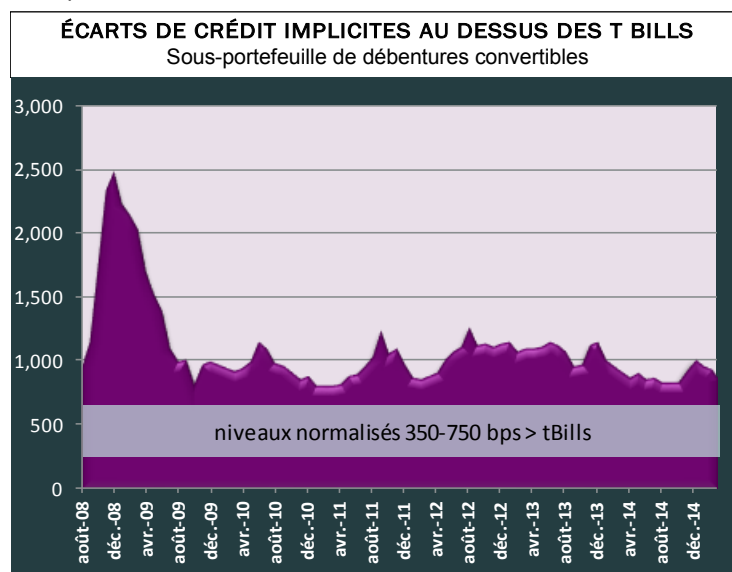
corporative, tant conventionnelle que convertible, permet de rehausser le rendement de nos transactions en fusion/acquisition. En plus de générer un rendement intéressant, ces positions offrent une protection à la baisse et, selon la nature de l'émission et des détails de la transaction, peuvent même être transformées en position sur titres convertibles à plus long terme.

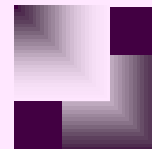
Nous avons également augmenté l'usage d'options afin de profiter pleinement de la volatilité de nos positions en convertibles. Pour certaines d'entre elles, il s'avère plus rentable de ne pas ajuster le niveau de découvert de l'action sous-jacente (i.e. couverture dynamique), mais plutôt de rentabiliser la volatilité en vendant des options d'achat, qui sont naturellement couvertes par l'option d'achat implicite au sein de la convertible même.

#### Événements de marché

En pensant au commentaire de ce premier trimestre 2015, une vieille chanson de Led Zeppelin nous est revenue à l'esprit (« *The song remains the same* ») tant ce trimestre ressemble au dernier de 2014; même la faible quantité de transactions en territoire canadien (24) est identique pour les deux périodes selon Bank of America Merrill Lynch(!) Notre réaction demeure la même : nous préférons déplacer le capital voué à la sous-stratégie vers les États-Unis ou l'activité en fusion/acquisition demeure effervescente, particulièrement pour les entreprises des secteurs pharmaceutique et biotechnologique.

Trente-deux transactions ont été intégrées au portefeuille durant le trimestre et aucun échec n'a été déploré, bien que deux situations canadiennes tardent à obtenir leur autorisation réglementaire. Nous avons diminué leurs pondérations au portefeuille compte tenu d'un risque perçu croissant, même si l'issue des transactions ne semble pas sérieusement compromise.





Fonds  
canadien  
d'arbitrage  
d'événements de  
marché, de  
titres convertibles  
et de titres à  
revenu fixe

géré par



GESTION  
CRISTALLIN  
INC.

1002 SHERBROOKE OUEST  
BUREAU 2110  
MONTRÉAL (QUÉBEC)  
CANADA H3A 3L6

TÉL. +1.514.284.0248  
FAX +1.514.284.0249

[Info@cristallin.ca](mailto:Info@cristallin.ca)

## Revue trimestrielle

### FONDS D'ARBITRAGE AMÉTHYSTE

---

Les écarts de prix sont demeurés volatiles aux États-Unis, suivant de près les aléas du marché boursier, ce qui nous a permis d'initier ou d'ajouter à nos positions à prix avantageux. Notre taille plus réduite nous offre la capacité de bouger rapidement afin de saisir ces opportunités sans impact de marché. Le trimestre ne nous a cependant pas offert d'occasions d'investir en M&A via des convertibles ou des obligations corporatives comme nous l'avons fait à plusieurs reprises auparavant.

#### Revenus fixes

La section FI arbitrage a débuté l'année avec une performance légèrement négative pour le premier trimestre. D'un côté, la baisse surprise du taux directeur de la Banque du Canada (BOC) en janvier dernier a rendu difficile l'emprunt de certains titres du gouvernement fédéral (« repo squeeze ») dans le secteur 5 ans et moins. Résultat, les écarts de crédits pour les titres de courte échéance, tels provinces, municipalités et agences, ont tous augmenté. En contrepartie, le positionnement sur la courbe de taux (une composante opportuniste et de faible poids relatif à l'intérieur du sous-portefeuille) affiche une contribution légèrement positive. Le nivellement marqué en janvier dernier des courbes au Canada et USA dans le secteur 5 ans et moins a porté fruit.

Le second trimestre 2015 débute en utilisant environ 85 % de l'enveloppe de crédit disponible, soit 15 % de plus qu'il y a 3 mois. Avec le recul des écarts de crédit, nous en avons profité pour liquider certaines positions dans le secteur 2016 - 2017 et « monter » sur la courbe vers les échéances 2020 et 2022. Le rendement sur le capital (ROC) des agences et des provinces est toujours fort attrayant relativement au crédit corporatif, et par conséquent le poids des titres corporatifs au portefeuille est encore en baisse. L'exposition plus directionnelle à la courbe de taux est faible. Au Canada, nous considérons que la pente de la courbe dans le long terme est trop exigüe, et à l'inverse trop aplanie dans le court terme. Aux USA, une seule exposition pour le moment, une position d'élargissement dans le très court terme (2 ans vs 3 ans).

Compte tenu de la nature fragile de la reprise économique en cours, un mouvement du taux directeur au Canada ou aux États-Unis nous apparaîtrait prématuré. Par contre, et c'est là une considération cruciale, nous croyons qu'il serait sain d'un point de vue valorisation et, plus généralement, d'équilibre des primes de risque, que le taux directeur aux USA soit haussé à 1 ou 2 reprises d'ici la fin de l'année, question d'envoyer un signal clair à l'effet que les mesures quantitatives (QE) prises depuis 2008 ne sont pas éternelles.

#### CONCLUSION

Bien que le volume d'émission de convertibles et le niveau d'activité en fusion/acquisition continuent d'être anormalement faibles au Canada, ces deux segments de marché apparaissent sains et en équilibre. Combiné à un sous-portefeuille d'arbitrage sur revenu fixe qui continue de bien jouer son rôle, le cadre opérationnel des stratégies du Fonds nous invite à la confiance quant à l'atteinte des objectifs de performance en 2015.

#### Marc Amirault

Gestionnaire Principal  
[mamirault@cristallin.ca](mailto:mamirault@cristallin.ca)