

CARMIGNAC MERGER ARBITRAGE: LA LETTRE DES GÉRANTS

10/07/2024 | FABIENNE CRETIN-FUMERON, STÉPHANE DIEUDONNÉ

Chers investisseurs,

La stratégie de Merger Arbitrage a connu un second trimestre 2024 assez paradoxal.

D'un côté, tous les feux étaient au vert en ce début d'année : **forte reprise de l'activité M&A avec notamment un retour des opérations supérieures à 10Md\$, des rendements attractifs, des taux d'échec des opérations inférieurs à la moyenne historique ainsi que quelques surenchères.**

Pour autant, le performance de la stratégie s'est avérée décevante. L'indice HFRX affiche en effet une baisse de -2.6% au cours du trimestre. Dans ce contexte difficile, nous avons réussi à préserver le capital de nos fonds avec des performances positives de 0.26% pour Carmignac Portfolio Merger Arbitrage (part I EUR Acc) et 0.71% pour Carmignac Portfolio Merger Arbitrage Plus (part I EUR Acc). Mais ces performances restent inférieures au coût de financement, ce qui représente également, d'une certaine manière, une déception.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce paradoxe.

D'abord, **une série d'événements idiosyncratiques est venue perturber la trajectoire de certaines décotes**, parmi les plus détenues par les arbitrageurs. On peut citer trois exemples.

Le premier est évidemment le rachat de Capri par Tapestry dans le secteur des sacs à main aux Etats-Unis. En avril, contre toute attente, la FTC a considéré que cette fusion faisait peser un risque d'augmentation des prix dans un segment de marché présentant pourtant de faibles barrières à l'entrée. L'action Capri a fortement baissé pour au cours du trimestre pour atteindre un niveau proche de celui estimé en cas d'échec de l'opération. Le dossier est désormais devant les tribunaux avec une décision du juge attendue courant septembre.

Le second est l'acquisition de la compagnie pétrolière Hess par Chevron. La décote s'est montrée très volatile sous l'effet combiné des tensions géopolitiques au Guyana, du mécontentement de certains actionnaires au sujet du prix et du litige en cours qui oppose Chevron et Exxon. Si tout se passe bien, l'opération devrait être finalisée avant la fin de l'année.

Le troisième exemple est le rachat de la société britannique DS Smith dans le secteur de l'emballage. L'acquéreur, International Paper, qui devait payer avec ses propres titres, a fait lui-même l'objet d'une proposition d'offre de la part de la société brésilienne Suzano. La décote DS Smith/International Paper, qui anticipait une finalisation de l'opération, s'est fortement écartée en partie à cause de la hausse du titre International Paper. En fin de trimestre, Suzano a déclaré renoncer à son projet d'acquisition, ce qui s'est traduit par un net resserrement de la décote DS Smith/International.

Au total, même si ces trois événements n'ont pas entraîné l'échec des opérations considérées, la volatilité induite a laissé des traces dans les portefeuilles de Merger Arbitrage.

On note un autre facteur expliquant le paradoxe d'une performance décevante dans un environnement pourtant porteur : **sous la pression des autorités de la concurrence notamment aux Etats-Unis, les opérations prennent de plus en plus de temps à être finalisées.** L'impact d'une opération plus longue qu'attendu peut être significatif pour l'arbitrageur. En effet, il suffit parfois du décalage d'un trimestre pour que le rendement annualisé réalisé sur une opération ressorte au final en dessous du coût du capital.

Là où avant une étude approfondie (2nd Request) était l'exception dans le processus d'analyse de la FTC, il semble qu'elle soit désormais devenue la règle. Ainsi, même les opérations ne présentant qu'un risque antitrust faible doivent désormais passer sous les fourches caudines d'une 2nd Request, débouchant éventuellement sur une plainte devant les tribunaux.

A titre d'exemple, on peut citer les récentes transactions dans le secteur pétrolier, Hess/Chevron et Pioneer Natural Resources/Exxon Mobil, qui ont toutes deux fait l'objet d'une enquête approfondie alors que la problématique concurrentielle était quasi inexistante dans chacun des cas. Dans le secteur de la santé, on peut aussi mentionner deux opérations, Catalent/Novo Holding et Cerevel Therapeutics/AbbVie, actuellement en 2nd request. Même si dans ce cas il s'agit d'un secteur sensible aux yeux des autorités de la concurrence, ces deux transactions ne nous semblent pas représenter un risque majeur pour le consommateur américain.

Depuis sa nomination, la nouvelle présidente de la FTC a toujours affirmé vouloir renforcer le rôle des autorités de la concurrence. Si la FTC a essuyé plusieurs échecs devant les tribunaux l'an dernier (Activision et Horizon Therapeutics), **aujourd'hui, il faut reconnaître que la pression s'est accrue sur les opérations de M&A entre les acteurs américains. En effet, dans un contexte d'élection présidentielle, une dimension politique vient indéniablement s'ajouter à l'analyse purement industrielle et stratégique menée par la FTC.**

Dans son dernier commentaire mensuel sur le Merger Arbitrage, Morgan Stanley notait ainsi **qu'une quinzaine d'opérations faisait actuellement l'objet d'une enquête approfondie contre moitié moins en moyenne au cours des 4 années précédentes.**

Au final, le marché n'ayant pas complètement anticipé ce changement de régime en ce début d'année, les rendements réalisés sur un certain nombre d'opérations sont finalement ressortis plus faibles qu'attendu du fait du rallongement de la durée des opérations.

Le dernier facteur explicatif du paradoxe est d'ordre technique.

Dans ce contexte où les opérations peuvent être plus volatiles ou plus longues que prévu, **certains fonds multi-asset, qui ont des contraintes de risque très serrées, ont dû réduire la voilure voire fermer des portefeuilles de Merger Arbitrage.** Bloomberg a ainsi indiqué que Millenium avait clôturé en avril un « pod » de Merger Arbitrage suite aux problèmes de performance rencontrés sur Capri et US Steel, et que Balyasny AM et Schonfeld Strategic Advisors avaient fait de même en juin.

La fermeture de ces fonds de Merger Arbitrage se traduit par un écartement des décotes les moins liquides, et ce sans nouvelles fondamentales spécifiques. Ce phénomène de liquidité auto-entretenu vient expliquer une partie de la contre-performance de la stratégie de Merger Arbitrage au cours du trimestre.

Pour la deuxième partie de l'année, nous restons confiants pour plusieurs raisons :

- Le rendement embarqué du portefeuille se situe sur des niveaux historiquement élevés.
- L'activité M&A, même si on note un léger tassement avant les élections américaines, se poursuit sur une base solide, ce qui devrait faire de 2024 une année de reprise du cycle.
- Le marché est désormais plus prudent dans son estimation de la durée des nouvelles opérations annoncées, ce qui devrait limiter l'impact négatif d'un éventuel rallongement sur les rendements attendus.
- Les sociétés elles-mêmes ont également pris en compte cet environnement antitrust plus difficile quand elles annoncent une opération, ce qui devrait probablement réduire le risque de 2nd Request à l'avenir.

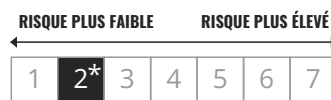
L'équipe Merger Arbitrage

CARMIGNAC PORTFOLIO MERGER ARBITRAGE I EUR ACC

(ISIN: LU2585801090)

Classification SFDR** :

Article **8**



Durée minimum de placement recommandée

3 ANS

PRINCIPAUX RISQUES DU FONDS

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.

Le Fonds présente un risque de perte en capital.

*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. **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 autres frais administratifs et d'exploitation : 0,61% de la valeur de votre investissement par an. Cette estimation se base sur les coûts réels au cours de l'année dernière.

Commissions liées aux résultats : 20,00% lorsque la classe d'action surperforme l'indicateur de référence pendant la période de performance. Elle sera également dûe si la classe d'actions a surperformé l'indicateur de référence mais a enregistré une performance négative. La sous-performance est récupérée pendant 5 ans. Le montant réel variera en fonction de la performance de votre investissement. L'estimation des coûts agrégés ci-dessus inclut la moyenne sur les 5 dernières années, ou depuis la création du produit si elle est inférieure à 5 ans.

Coûts de transaction : 0,19% 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.

PERFORMANCES (ISIN: LU2585801090)

Performances par année civile (en %)	2023	2024	2025 (YTD)
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage	+2.7 %	+3.8 %	+0.7 %

Performances annualisées	1 an	3 ans	Depuis Création
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage	+4.1 %	- %	+3.8 %

Source : Carmignac au 28 févr. 2025.

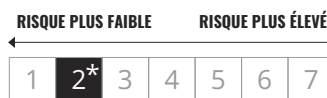
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur).

CARMIGNAC PORTFOLIO MERGER ARBITRAGE PLUS I EUR ACC

(ISIN: LU2585801330)

Classification SFDR** :

Article **8**



Durée minimum de placement recommandée



PRINCIPAUX RISQUES DU FONDS

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.

Le Fonds présente un risque de perte en capital.

*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. **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 autres frais administratifs et d'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 aux résultats : 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 : 0,45% 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.

PERFORMANCES (ISIN: LU2585801330)

Performances par année civile (en %)	2023	2024	2025 (YTD)
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage Plus	+3.2 %	+3.7 %	+1.1 %

Performances annualisées	1 an	3 ans	Depuis Création
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage Plus	+5.0 %	- %	+4.3 %

Source : Carmignac au 28 févr. 2025.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur).

COMMUNICATION PUBLICITAIRE. Veuillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement. Ce document est destiné à des clients professionnels.

Le présent document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la Société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document n'est pas destiné à fournir, et ne devrait pas être utilisé pour des conseils comptables, juridiques ou fiscaux. Il vous est fourni uniquement à titre d'information et ne peut être utilisé par vous comme base pour évaluer les avantages d'un investissement dans des titres ou participations décrits dans ce document ni à aucune autre fin. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles se rapportent à la situation à la date de rédaction et proviennent de sources internes et externes considérées comme fiables par Carmignac, ne sont pas nécessairement exhaustives et ne sont pas garanties quant à leur exactitude. À ce titre, aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité n'est donnée et aucune responsabilité découlant de quelque autre façon pour des erreurs et omissions (y compris la responsabilité envers toute personne pour cause de négligence) n'est acceptée par Carmignac, ses dirigeants, employés ou agents.

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. 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. L'accès au Fonds peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes relevant d'une quelconque juridiction où (en raison de la nationalité ou du domicile de la personne ou pour toute autre raison) ce document ou sa mise à disposition est interdit(e). Les personnes auxquelles s'appliquent de telles restrictions ne doivent pas accéder à ce document. La fiscalité dépend de la situation de chaque personne. Les fonds ne sont pas enregistrés à des fins de distribution en Asie, au Japon, en Amérique du Nord et ne sont pas non plus enregistrés en Amérique du Sud. Les Fonds Carmignac sont immatriculés à Singapour sous la forme d'un fonds de placement de droit étranger réservé aux seuls clients professionnels. Les Fonds ne font l'objet d'aucune immatriculation en vertu du US Securities Act de 1933. Le fonds ne peut être proposé ou vendu, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « US person » au sens de la réglementation S américaine et du FATCA. Les risques et frais relatifs aux Fonds sont décrits dans le KID (Document d'informations clés). Le KID doit être tenu à disposition du souscripteur préalablement à la souscription. Le souscripteur doit prendre connaissance du KID. Les investisseurs peuvent perdre tout ou partie de leur capital, attendu que les Fonds n'offrent pas de garantie de capital. Tout investissement dans les Fonds comporte un risque de perte de capital.

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.

- **En Suisse** : Le prospectus, KID, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.ch et auprès de notre représentant en Suisse (Switzerland) S.A., Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Montrouge, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)
- **En France** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.fr, ou sur demande auprès de la Société de gestion. [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)
- **Au Luxembourg** : Le prospectus, les KID, la VL et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur www.carmignac.lu, ou sur demande auprès de la Société de gestion. [Les investisseurs peuvent avoir accès à un résumé de leurs droits en français sur le lien suivant à la section 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)