

Un pilier sur lequel compter

10 ANS à la barre d'un Fonds plusieurs fois primés



GEOFF CASTLE, qui gère le Fonds d'obligations de sociétés Pender depuis septembre 2015, a dégagé un formidable historique de rendements sur 10 ans. Son équipe et lui mettent en œuvre une stratégie de placement éprouvée qui a su résister aux divers cycles de marché. Grâce à un mandat souple, un vaste univers de placement et une sélection active des titres de créance, ils mettent toujours au jour des occasions et opportunités qui portent leurs fruits. M. Castle nous fait part de ses réflexions sur l'évolution de son processus de placement et du marché des titres à revenu fixe au cours de la dernière décennie. Il explique comment il a élargi sa boîte à outils et comment il a modifié sa démarche en matière de gestion des risques et de construction de portefeuille, sans oublier de nous faire part de quelques leçons apprises. Dans l'ensemble, vous en apprendrez davantage sur ce qui permet au Fonds de continuer à se distinguer, même s'il prend de l'ampleur, et à dégager d'excellents rendements ajustés au risque de façon continue.

De quelle façon le monde des titres à revenu fixe a-t-il changé depuis 10 ans?

GEOFF: Selon moi, le développement le plus important a été l'évolution des taux. Ils sont passés d'une tendance primaire baissière — qui a duré jusqu'en 2020 — à une tendance primaire haussière. Je pense qu'il s'agit là d'une situation à laquelle les gestionnaires de titres à revenu fixe, qui sont assujettis à un mandat strict, auront du mal à s'adapter. À mon avis, la clé pour investir dans cette ère post 2020 consiste à trouver le moyen de participer aux actifs qui sont portés à croître même lorsque les taux montent.

J'ajouterais — tout en gardant à l'esprit qu'il demeure possible que la tendance s'inverse d'ici plus ou moins 12 mois — que les tendances primaires s'installent généralement pour une longue période. Pensons par exemple aux faibles taux de rendement d'août 2020. Ils ont marqué l'effondrement du marché obligataire qui était à la hausse depuis environ 40 ans. Je pense que peu de gens croient qu'une hausse durable — le « higher for longer » — puisse se prolonger pendant des décennies. Toutefois, si l'on se penche sur le dernier siècle, on s'aperçoit que le dernier cycle d'augmentation des taux a été long. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans était de 2,4 % en 1954. Il s'est hissé un peu au-dessus de 16 % en 1981. Donc, pendant 27 ans, les taux sur le marché obligataire ont été généralement plus élevés. Je crois que les investisseurs doivent être conscients que cela pourrait se reproduire.

Quand vous avez pris les commandes du Fonds d'obligations de sociétés Pender, vous avez dit qu'il y avait six façons d'investir dans les titres à revenu fixe dont le potentiel était supérieur à la façon traditionnelle. Dix ans plus tard, est-ce toujours le cas? Quels nouveaux outils avez-vous ajoutés?

GEOFF: Généralement parlant, cette liste forme toujours la base de la stratégie. Notamment, « considérer l'ensemble des instruments de crédit » et « gérer en fonction de la valeur au lieu de se concentrer uniquement sur les gains » ont été deux facteurs très importants dans l'obtention de nos résultats.

Depuis, nous n'avons cessé d'ajuster et de peaufiner notre façon de faire. Habituellement, quand nous ajoutons un nouvel élément au Fonds, c'est que nous décelons une valorisation intéressante sur les marchés du capital et que nous nous demandons comment tirer profit de cette anomalie à l'aide des titres de créance. Par exemple, en 2017, nous nous sommes intéressés à la réinitialisation des taux des actions privilégiées. Puis, en 2018, nous avons vu une belle occasion d'investir dans les titres de grande qualité de longue durée. Et au début de la présente décennie, nous avons prêté davantage attention aux façons de tirer profit des obligations convertibles se négociant au pair, notamment par la possibilité d'y ajouter des options de rachat contre une exposition transparente aux actions. Dernièrement, nous avons décidé de saisir l'occasion d'investir dans les marchés extérieurs à l'Amérique du Nord et, en accédant à de nouveaux territoires, nous avons mis au point des modèles inédits et avons cherché des sources nous permettant de tirer la valeur maximale de secteurs ou de titres dans lesquels nous n'avions pas encore investi.

FAÇON TRADITIONNELLE

- Échelonnage obligataire
- Analyse du crédit basée sur les cotes
- Cadre strict de gestion du mandat
- Achat des titres figurant à l'indice
- Petit bassin d'émetteurs
- Gérer en fonction du revenu versé

FAÇON PENDER

- Rééquilibrage dynamique
- Évaluation fondamentale du crédit
- Répartition dynamique des risques
- Direction opposée des indexeurs
- Accès à l'univers complet
- Gérer en fonction de la valeur

Les besoins des investisseurs en titres à revenu fixe ont-ils changé depuis 10 ans?

GEOFF: Je pense que les investisseurs ont pris conscience de la nécessité de se protéger contre l'inflation. Quand j'étais enfant, ma mère nous racontait qu'elle prenait le bus jusqu'au White Spot où elle s'offrait un hamburger à 0,15 \$ avant d'aller voir un film pour 0,10 \$. Nous, ses enfants, la regardions comme si elle venait d'une autre planète. Puis, dernièrement, pendant plus ou moins 10 ans, les prix n'ont pour ainsi dire pas bougé et nous avons oublié jusqu'à l'existence de l'inflation. De nos jours, si vous avez un certain âge, quand vous dites aux plus jeunes que votre salaire a déjà été de 3,00 \$ l'heure ou qu'un billet pour assister à un match de hockey coûtait 10,00 \$, ils vous regardent comme je regardais ma mère.

Bref, nous ne sommes vraiment plus au Kansas (Magicien d'Oz), qu'il s'agisse de la valeur de l'argent ou du rendement que nous attendons de notre portefeuille d'investissement. Je pense que les investisseurs doivent se faire à l'idée que les rendements nominaux seront un peu plus volatils s'ils veulent obtenir une croissance de leur portefeuille supérieure à l'inflation. Ils doivent penser d'abord et avant tout aux rendements réels.

À votre avis, quel a été votre meilleur investissement des 10 dernières années et quelle leçon tirez-vous du pire?

GEOFF: En 2015-2016, puis en 2020, il y a eu sur le marché pétrolier quelques déconfitures qui nous ont rapporté gros en termes de pourcentage. Les deux fois, on pouvait acheter des obligations autour de 10 \$ pour ensuite les revendre au pair. Nous avons aussi remporté un franc succès avec des titres plutôt obscurs. Parul Garg (gestionnaire de portefeuille adjointe du Fonds) et moi nous sommes engagés dans les actions privilégiées de Fannie Mae. Il faut avouer qu'au début, les résultats n'ont pas été des plus reluisants, mais ils sont ensuite passés de 2 \$ à plus de 14 \$ en plus ou moins 18 mois. Il nous est aussi arrivé de nous mordre les doigts de ne pas avoir attendu que certains titres — qui auraient pu ou dû devenir de grands gagnants — réalisent tout leur potentiel. Emily Wheeler (gestionnaire de portefeuille du Fonds) nous a incités à investir dans des obligations convertibles du transformateur de terres rares MP Materials Corp. Sous ma direction, nous les avons revendues avec une plus-value de 50 %. Or, si nous avions attendu quelques mois, leur valeur aurait quadruplé.

Bref, nous avons parfois manqué notre coup. En ce qui a trait aux créances en difficulté, je crois qu'au fil du temps nous sommes devenus plus prudents envers celles en instance de faillite. C'est facile de dire que si une entreprise vaut 1 milliard \$ et que sa dette se chiffre à 300 millions \$ contre une valeur nominale de 1 milliard \$, on fonce et on achète. Mais il faut savoir que des créanciers de premier rang ou des groupes de créanciers majoritaires pourraient prétexter une restructuration pour éliminer les minoritaires en ayant recours à un financement des débiteurs en possession exclusif. Parfois, le recours aux tribunaux peut transformer ce genre de situation perdante en situation gagnante, comme ce fut le cas de Cineworld Group pour nous. Toutefois, dans d'autres cas, comme dans celui d'American Tire Distributors, une telle démarche peut être beaucoup trop coûteuse.

La gestion du risque a-t-elle évolué au fil des ans?

GEOFF: La gestion du risque n'a guère changé. L'un de ses éléments clés consiste à surveiller de près l'évolution en temps réel des probabilités de défaut des émetteurs à l'aide d'un modèle fondé sur les données du marché plutôt que sur les agences de notation. Nous avons aussi opté d'entrée de jeu pour une diversification intentionnelle par secteur et pour une limite quant à la taille maximale de nos positions.

Par ailleurs, nous avons commencé depuis peu à souscrire des options d'achat couvertes sur des positions en actions transparentes au moyen d'obligations convertibles. Nous avons pris cette décision, car nous avons observé qu'un plus grand nombre d'obligations ayant un potentiel de rendement élevé étaient émises par ce qui était à notre avis des entreprises nettement sous-évaluées. Une première hausse d'une trentaine de points a de quoi réjouir. Mais si vous visez un gain de cent points, vous devez pour cela détenir un titre très volatil dont les fluctuations pourraient ne pas être contrebalancées par d'autres secteurs ou actifs du Fonds. Les options d'achat couvertes ne sont peut-être pas la solution parfaite, mais cela permet de monnayer une part de la volatilité dans une obligation convertible ITM (in-the-money) ou dont le prix de conversion est inférieur au cours de l'action) et d'instaurer une position qui évolue dans le sens opposé au titre sous-jacent. Évidemment, le fait que la prime de l'option constitue une source additionnelle de revenu est un avantage supplémentaire.

Vous avez commencé votre carrière dans la gestion d'actions. Pensez-vous que cela vous a été utile dans la gestion d'obligations et de quelle façon?

GEOFF: Oui. J'ai passé plus de 10 ans à analyser et à gérer des actions avant d'acheter ma première obligation de société. Avant de passer de la gestion d'actions à la gestion d'obligations, j'ai travaillé pendant 18 mois dans un service de crédit commercial dirigé par un ancien banquier commercial qui nous interdisait de faire des projections et croyait que les dires de Moody's et du S&P étaient parole d'évangile. C'est une chance d'avoir appris à évaluer globalement une entreprise par l'analyse des actions, mais aussi de savoir comment réfléchit un gestionnaire de crédit conventionnel.

En dix ans de gestion du Fonds d'obligations de sociétés Pender, vous avez bénéficié de rendements systématiquement positifs. Selon vous, en quoi ce Fonds se distingue-t-il des centaines d'autres fonds semblables?

GEOFF: Avec le recul, il est vrai que les rendements ont été systématiquement positifs. Mais cela ne veut pas dire que nous n'avons pas connu des moments de panique et de déception. Nous avons fait ce que nous devons faire, c'est-à-dire livrer à nos porteurs de parts des rendements supérieurs de quelques points à l'inflation, après soustraction des frais et des coûts, et d'y être parvenus dans un climat de volatilité similaire à celui des titres à revenu fixe.

Ce qui nous distingue? Premièrement, nous pouvons compter sur l'expertise de mes remarquables collègues, Emily Wheeler, Parul Garg et Carl Davies, qui ne cessent de trouver jour après jour de nouveaux moyens de rendre le Fonds encore meilleur. C'est déterminant.

J'ajouterais que notre orientation est différente. On ne s'est jamais demandé: « Quel élément de notre portefeuille devrait avoir une pondération supérieure ou inférieure? » Nous pensons toujours: « Où se trouvent les décalages de valeur sur les marchés du capital et comment pouvons-nous en tirer profit? » Si cela implique que nous devons découvrir pourquoi une pétrolière mexicaine d'État a des problèmes, ou établir des projections quant à la mise en marché du produit phare d'une entreprise biotechnologique, eh bien, nous nous retrouvons les manches et nous mettons au travail. Quel pourcentage d'obligations convertibles biotechniques en détresse se trouvent dans notre indice? Je n'en ai aucune idée. Peut-être zéro pour cent. Mais si nous y voyons une grande valeur, c'est là que nous irons.

Le Fonds a la réputation d'être agile. Cela a-t-il changé depuis qu'il a pris de l'ampleur? Est-il encore possible de faire mieux que les indices et les autres fonds, et de produire des résultats positifs pour vos investisseurs?

GEOFF: Je crois qu'en gagnant de l'ampleur comme nous l'avons fait, jusqu'à détenir plus de 2 milliards \$ en actifs, nous avons démontré la véracité d'un principe que j'ai toujours défendu, à savoir que l'agilité est un état d'esprit, pas un chiffre. Même à 3 milliards \$, nous ne sommes qu'une goutte d'eau dans un océan infini dominé par les indexeurs et les gestionnaires de fonds « attentifs aux référentiels ». S'il est vrai que nous ne détiendrons pas autant d'obligations convertibles canadiennes à 50 millions \$, il reste encore plusieurs occasions de grande envergure auxquelles le Fonds peut prétendre à son échelle actuelle. L'un des avantages liés à notre taille auquel les gens ne pensent pas toujours est le fait que nous pouvons non seulement acheter un actif qui nous plaît, mais aussi contribuer à sa création. Par exemple, nous avons récemment investi dans une entreprise dont l'obligation convertible était arrivée à l'échéance, et qui songeait à émettre des obligations ordinaires, en disant à cette société: « Nous continuons de croire que votre entreprise est nettement sous-évaluée, et nous souscrivons volontiers 25 millions \$ à une nouvelle émission de convertibles. » Et parce que notre apport était suffisant, nous avons contribué à ce que cela se fasse. Au cours de la dernière année, ce billet s'est négocié en hausse à 130 depuis le pair. Alors oui, en prenant de l'ampleur, vous pouvez en quelque sorte façonner votre propre destin.



Pour en savoir plus et trouver votre contact Pender local, veuillez consulter notre site web.

 penderfund.com/fr/consistency-counts

 penderfund-capital-management

¹ Source : Pender, au 30 septembre 2025. Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie I du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents. Les données standards sur le rendement des fonds de titres à revenu fixe Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr>

² Source : Morningstar, au 30 septembre 2025. © 2025 Morningstar. Tous droits réservés. Les renseignements contenus dans la présente : (1) appartiennent à Morningstar ou à ses fournisseurs de contenu; (2) ne peuvent pas être copiés ni distribués; et (3) ne sont pas nécessairement exacts, complets ni opportuns. Morningstar ou ses fournisseurs de contenu ne peuvent pas être tenus responsables des dommages ou pertes découlant de l'utilisation de ces renseignements.

Le rendement passé ne garantit pas le rendement futur. Les cotes Morningstar sont basées sur les rendements des fonds au cours des périodes terminées le 30 septembre 2025 et peuvent changer sur une base mensuelle. Les Cotes Étoiles Morningstar sont attribuées en fonction du rendement ajusté au risque de chaque fonds par rapport aux autres fonds de la même catégorie du CIFSC.