

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.

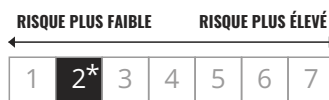
L'équipe Merger Arbitrage

CARMIGNAC PORTFOLIO MERGER ARBITRAGE I EUR ACC

(ISIN: LU2585801090)

Classification SFDR*** :

Article **8**



Durée minimum de placement recommandée*

3 ANS

PRINCIPAUX RISQUES DU FONDS

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.

Risque de perte en capital : Cette part/classe ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital investi. Vous risquez de ne pas récupérer l'entièreté de votre capital investi.

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 ceux qui ne remplissent les conditions ni de l'article 8 ni de l'article 9 et dont la stratégie d'investissement ne prend pas en compte les facteurs ESG. 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 due 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.

Précompte mobilier : ?

Taxe à la sortie : ?

Taxe sur Opération Boursière (TOB) : ?

Frais de conversion :

PERFORMANCES (ISIN: LU2585801090)

Performances par année civile (en %)	2023	2024	2025 (YTD)
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage	+2.7 %	+3.8 %	+0.8 %

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

Source : Carmignac au 31 mars 2025.

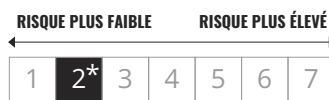
Les performances et valeurs passées ne préjugent pas des performances et valeurs futures. Les performances sont nettes de tout frais à l'exception des éventuels frais d'entrée et de sortie et sont obtenues après déduction des frais et taxes applicables à un client de détail moyen ayant la qualité de 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.

CARMIGNAC PORTFOLIO MERGER ARBITRAGE PLUS I EUR ACC

(ISIN: LU2585801330)

Classification SFDR*** :

Article **8**



Durée minimum de placement recommandée*



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.

Risque de perte en capital : Cette part/classe ne bénéficie d'aucune garantie ou protection du capital investi. Vous risquez de ne pas récupérer l'entièreté de votre capital investi.

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 ceux qui ne remplissent les conditions ni de l'article 8 ni de l'article 9 et dont la stratégie d'investissement ne prend pas en compte les facteurs ESG. 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.

Précompte mobilier : ?

Taxe à la sortie : ?

Taxe sur Opération Boursière (TOB) : ?

Frais de conversion :

PERFORMANCES (ISIN: LU2585801330)

Performances par année civile (en %)	2023	2024	2025 (YTD)
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage Plus	+3.2 %	+3.7 %	+1.0 %

Performances annualisées	1 an	3 ans	Depuis Création
Carmignac Portfolio Merger Arbitrage Plus	+3.8 %	- %	+4.0 %

Source : Carmignac au 31 mars 2025.

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.com/fr-be] (<https://www.carmignac.com/fr-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 5 intitulée "Résumé des droits des investisseurs".](#)

Pour Carmignac Portfolio Long-Short European Equities : Carmignac Gestion Luxembourg SA, en sa qualité de Société de gestion de Carmignac Portfolio, a délégué la gestion des investissements de ce Compartiment à White Creek Capital LLP (immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro OCC447169) à compter du 2 mai 2024. White Creek Capital LLP est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority sous le numéro FRN : 998349.

Carmignac Private Evergreen désigne le compartiment Private Evergreen de la SICAV Carmignac S.A. SICAV - PART II UCI immatriculée au RCS du Luxembourg sous le numéro B285278.