

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2021

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender (FAAP) a terminé le mois de décembre assorti d'une valeur liquidative (VL) de 10,19 \$ la part¹.

À l'échelle mondiale, les activités de fusion et acquisition (F&A) ont décroché un record de 5,8 billions \$ en 2021, écrasant par le fait même le dernier sommet de 4,55 billions atteint en 2007 et surpassant la valeur mondiale totale de telles ententes en 2020 par une marge de 64 %². La demande refoulée causée par la pandémie, les changements « perturbateurs » technologiques, l'accès bon marché à du financement abondant et la solidité des marchés boursiers ont constitué une scène idéale pour orchestrer des fusions et acquisitions l'année dernière. Cette mise en scène n'a d'ailleurs pas beaucoup changé en ce début d'année 2022. Ainsi, malgré la hausse potentielle des taux d'intérêt et l'éventuel resserrement de la réglementation, on s'attend à ce que le boom des F&A se poursuive cette année.

Les écarts d'arbitrage sur fusion ont terminé l'année à des niveaux historiquement béants sachant que l'écart prévu pour les 20 plus grandes fusions liquides aux États-Unis dépasse maintenant 1060 points de base³. Le marché des SAVS est toujours témoin d'un nombre élevé de nouvelles émissions PAPE, devançant de loin les ententes d'affaires annoncées; or, cette surabondance force les SAVS à se négocier à un cours inférieur à la valeur fiduciaire et participe à l'élargissement des écarts, le rendement à l'échéance des SAVS cherchant des cibles au-delà des 2,4 %⁴.

Selon nous, ce contexte d'écarts importants brosse un tableau favorable à l'arbitrage sur fusion par rapport aux autres catégories d'actif, sachant que la volatilité boursière et les taux d'intérêt s'élèvent en tandem. Nous cherchons donc à positionner le Fonds de façon à tirer parti de ce contexte, tout en ajustant la taille de nos positions de manière optimale afin de gérer les risques et réduire notre exposition aux baisses.

Mise à jour sur le portefeuille

Le mois de décembre s'est révélé plutôt occupé pour le Fonds, l'élan des activités de F&A s'étant maintenu au-delà du fil d'arrivée annuel. Le Fonds a donc mis en place des positions dans de nouvelles ententes ou des ententes déjà annoncées, bon nombre d'entre elles s'étant concrétisées au cours des dernières semaines de 2021.

Tôt au cours du mois, le Fonds a constaté son premier bris d'entente depuis sa création. En effet, la fusion entre Sportsman's Warehouse Holdings, Inc. (NASDAQ : SPWH) et Great Outdoors Group, LLC a été annulée. Cette rupture est survenue après que les entreprises ont reçu une rétroaction de la Federal Trade Commission, laquelle leur a donné l'impression que l'entente ne serait pas approuvée.

Ce bris d'entente vient souligner combien l'analyse du risque est importante dans le processus de placement, l'objectif premier étant d'éviter les fusions proposées qui, selon nous, sont vouées à l'échec, mais aussi de minimiser notre participation au risque en ajustant la taille de notre exposition aux ententes assorties d'une probabilité plus élevée de résiliation.

Parmi les nouveaux avoirs du Fonds en décembre, notons la présence de Phillips 66 Partners LP (PSXP), Casper Sleep Inc. (CSPR), Sol Cuisine Ltd. (VEG), CyrusOne Inc. (CONE), SPX FLOW, Inc. (FLOW), GCP Applied Technologies Inc. (GCP), Goodrich Petroleum Corporation (GDP), Del Taco Restaurants, Inc. (TACO), Bottomline Technologies, Inc. (EPAY), Verso Corporation (VRS) et Hexion Holdings Corporation (HXOH).

Parmi les ententes qui ont été menées à bien, on retrouve AgJunction Inc. (AJX), Meridian Bancorp, Inc. (EBSB), Hill-Rom Holdings, Inc. (HRC), Dover Motorsports, Inc. (DVD), PPD, Inc. (PPD), Dicerna Pharmaceuticals, Inc., (DRNA), Goodrich

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

² <https://www.reuters.com/markets/us/global-ma-volumes-hit-record-high-2021-breach-5-trillion-first-time-2021-12-31/>

³ <https://mergerarbitragelimited.com/spreads/>

⁴ <https://spacinsider.com/stats/>

Petroleum Corporation (GDP), Zix Corporation (ZIX), Landmark Infrastructure Partners LP (LMRK), PFB Corporation (PFB) et Storm Resources Ltd. (SRX).

À la fin décembre, le Fonds dénombrait 22 placements dans l'arène des entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 16 d'entre elles se situant à moins de 1 milliard \$. Comme nous en avons parlé [dans le commentaire du mois dernier](#), nous estimons que de cibler les fusions d'entreprises à moyenne et petite capitalisation présente plusieurs avantages.

Ce constat s'est révélé véridique en décembre, lorsque les écarts de deux ententes à petite capitalisation, soit Sol Cuisine Ltd. (VEG) et WOW! Unlimited Media Inc. (WOW), ont atteint des rendements escomptés à deux chiffres, malgré notre analyse qui laissait supposer une forte probabilité de succès de l'entente. Nous avons renchéri sur ces deux positions pendant le mois, tirant parti des dislocations apparentes et dans l'éventualité où les deux écarts se rétréciraient pendant le mois. Le Fonds continuera de mettre à profit les recherches, analyses, perspectives et compétences opérationnelles de Pender dans l'arène des petites et moyennes entreprises, ajoutant de manière tactique de la valeur lorsque les occasions se présenteront.

Perspectives

L'année 2022 devrait s'avérer une autre année affairée pour le marché des SAVS, cette industrie surpassant maintenant les 200 milliards \$ en capitalisation boursière regroupée. Les promoteurs de SAVS se trouvent cependant en situation précaire. En effet, on note une surabondance de SAVS qui se font concurrence pour mettre la main sur un nombre limité de cibles de qualité, pressées par le temps en raison des échéances et minées par les pressions de taux de rachat élevés et de rendement moyen médiocre dans le processus de retrait. Cette situation pourrait entraîner un grand nombre de liquidations de SAVS, ce qui s'avérerait bienvenu pour le Fonds.

Toutefois, on constate la présence de signes qui laissent prévoir une poursuite des SAVS, lesquelles mettront à profit leur structure particulière pour obtenir un crédit opportuniste, comme le financement par instruments d'emprunt et les ententes plus créatives, y compris la restructuration et les introductions en bourse de filiales.

La cadence effrénée des activités de F&A en 2021 devrait se poursuivre en 2022 puisque des conditions favorables subsistent et les sondages auprès des banquiers et conseillers indiquent que le volume d'ententes devrait s'accroître. Ce contexte de branle-bas d'activités, assorti d'écarts historiquement larges et de taux de succès élevés, se révèle favorable à des activités d'arbitrage sur fusion supérieures à la moyenne.

Nous estimons que la récente volatilité du marché et la hausse des rendements des bons du Trésor au début de l'année mettent en évidence les avantages de la diversification dans des stratégies plus neutres, ciblées sur le rendement absolu. Comme le taux d'inflation a atteint en novembre son niveau le plus élevé sur plusieurs décennies, soit 4,7 % au Canada et 6,8 % aux États-Unis, les investisseurs qui souhaitent toucher des rendements réels positifs devraient considérer une exposition à des stratégies alternatives, comme l'arbitrage sur fusion, lesquelles ont par le passé fourni une couverture contre la hausse des taux d'intérêt.

Amar Pandya, CFA

18 janvier 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses, en plus d'autres taxes. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Lorsque la valeur liquidative d'un fonds est affichée, il s'agit de la valeur liquidative des parts d'une catégorie particulière; d'autres catégories de parts sont offertes et pourraient présenter des frais et des valeurs liquidatives différents. Cette communication est fournie à des fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Elle ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fournie qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations du Fonds ou des entreprises mentionnées et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimés dans ces énoncés prospectifs.