

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AVRIL 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender (FAAP) a terminé le mois d'avril 2022 assorti d'une valeur liquidative (VL) de 10,23 \$ la part¹.

Après un mois de mars morose, les activités de fusion et acquisition (F&A) sont reparties de plus belle, la valeur globale des transactions ayant grimpé de 23 % en avril². Dans l'ensemble, les F&A ont totalisé 1,4 billion \$ à la fin d'avril, un résultat inférieur au record de 1,8 billion \$ enregistré à la même époque l'an passé, mais qui demeure néanmoins le troisième plus élevé de l'histoire. Ce mois-ci, il y a eu douze mégas ententes de fusion de plus de 5 milliards \$, soit six de plus qu'en mars, ce qui représente une hausse appréciable. Le secteur de la technologie conserve sa position de meneur dans cette charge avec un volume d'ententes de l'ordre de 345 millions \$, ce qui représente un total record deuxième en importance. Ce secteur représente presque le quart de la valeur des F&A depuis le début de l'année et c'est aussi le plus actif sur le plan du volume. Il s'agit principalement d'acquisitions par emprunt, essentiellement sur le marché privé, d'entreprises technologiques dont la valeur avait été entraînée vers le bas par la hausse des taux d'intérêt et une importante liquidation des actifs de plusieurs compagnies de croissance. Les investisseurs avisés désireux de déployer leur capital dans les acquisitions — en dépit de l'inflation galopante, des taux risqués et des tensions géopolitiques — en disent long sur la nature de ces occasions. Cette situation laisse croire que le contexte demeure favorable aux fusions.

Les nouvelles réglementations en matière de société d'acquisition à vocation spécifique (SAVS ou SPAC) de la Commission des valeurs mobilières des États-Unis (SEC) — dont nous avons parlé dans notre [commentaire du mois dernier](#) — ne sont guère favorables aux SAVS et contrecarrent nettement leur introduction en bourse. En avril, l'introduction en bourse de 21 SAVS, qui cherchaient à amasser au total 6,8 milliards \$, n'a pas eu lieu (un record en soi). En tout, cette année, 62 PAPE de SAVS se sont vues contraintes à annuler, lesquelles avaient pour objectif collectif d'amasser plus de 17 milliards \$³. En ce moment, plus de 600 SAVS sont en quête de cible. Or, les nouvelles réglementations de la SEC limitent leur chance de trouver, et de conclure, un accord commercial avec une cible. Si l'on ajoute à cela le triste bilan des SAVS dans leurs activités d'acquisition subséquente, c'est un euphémisme de dire que le moral n'est pas au beau fixe dans ce secteur. Par conséquent, les écarts d'arbitrage sur SAVS se sont élargis de telle sorte qu'on prévoit une vague de liquidations au cours des prochains trimestres lorsque des centaines de SAVS valant des milliards en capital arriveront à échéance et devront rembourser leurs investisseurs. À la fin d'avril, les SAVS en quête de cibles se négociaient à un escompte par rapport à la valeur fiduciaire, ce qui dégage un revenu à l'échéance de plus de 2,85 %⁴. Bien que l'arbitrage actuel sur SAVS n'offre que des occasions brèves et transitoires, les rendements ajustés en fonction du risque sont intéressants et on pourrait en voir davantage au sein du Fonds au cours des prochains mois.

Mise à jour sur le portefeuille

Si avril a été un mois actif dans son ensemble en raison de la relance des activités F&A, il a été plutôt calme pour le Fonds alternatif d'arbitrage Pender. En effet, celui-ci a créé des positions dans six fusions, nouvellement ou antérieurement annoncées, et a conclu 11 ententes. Nous surveillons de près plusieurs possibilités qui se sont manifestées au cours des dernières semaines, dans l'attente d'un prix de base ajusté au risque qui tienne compte de l'écart, d'une possible baisse de valeur et du risque temporel. Compte tenu des hausses de taux agressives, nous privilégions les fusions de plus courte durée et les ententes existantes déjà approuvées pour la plupart. Nous évitons les ententes présentant un risque temporel et augmentons notre participation dans des fusions qui, à notre avis, se concluront rapidement. Le positionnement du Fonds demeure axé sur les plus petites ententes qui offrent : des écarts intéressants; des occasions d'erreurs sur les prix en raison d'un suivi peu assidu; ainsi qu'un risque moins grand sur le plan réglementaire. L'arbitrage sur SAVS offre des occasions de plus en plus attrayantes, car au cours des prochains

¹ Toutes les valeurs liquidatives signalées sont celles des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais, des valeurs liquidatives et des rendements différents.

³ <https://www.investmentexecutive.com/news/research-and-markets/global-ma-perks-up-in-april-refinitiv/>

⁴ <https://spacinsider.com/stats/>

trimestres, des centaines de SAVS arriveront à échéance sans avoir trouvé de cible et devront liquider leur valeur fiduciaire afin de rembourser leurs actionnaires. Étant donné que la durée de l'arbitrage sur ces SAVS se rapproche de celle de l'arbitrage sur fusion (en gros de trois à cinq mois), le Fonds pourrait en profiter pour d'augmenter sa participation dans les SAVS.

Parmi les ententes de fusion menées à bien pendant le mois, notons Coherent, Inc. (NASDAQ : COHR), Tufin Software Technologies Ltd. (NYSE : TUFN), SailPoint Technologies Holdings, Inc. (NYSE : SAIL), Redline Communications Group Inc. (TSXV : RDL), American Campus Communities, Inc. (NYSE : ACC) and Checkmate Pharmaceuticals Inc. (NASDAQ : CMPI) were among merger deals initiated in the Fund during the month. [REDACTED] Level One Bancorp, Inc. (NASDAQ : LEVL), Veoneer, Inc. (NYSE : VNE), People's United Financial, Inc. (NASDAQ : PBCT), Vigil Health Solutions Inc. (TSXV : VGL), SPX FLOW, Inc. (NYSE : FLOW), WOW! Unlimited Media Inc. (TSXV : WOW), Houghton Mifflin Harcourt Company (NASDAQ : HMHC), SOC Telemed, Inc. (NASDAQ : TLMD), Spirit of Texas Bancshares, Inc. (NASDAQ : STXB), Ferro Corporation (NYSE : FOE) et Macro Enterprises Inc. (TSXV : MCR).

À la fin d'avril, le Fonds dénombrait 27 placements dans l'arène des entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 21 d'entre elles se situant à moins de 1 milliard \$. L'une d'elles, la Redline Communications Group Inc. (TSXV : RDL), est toute nouvelle. Elle a finalement accepté d'être acquise par Aviat Networks, Inc. (NASDAQ : AVNW). Tant la cible que l'acquéreur figurent dans le Fond d'opportunités à petites capitalisations Pender. RDL étant un investissement à long terme, elle pourra bénéficier des recherches, des perspectives et de l'évaluation privée effectuées par l'équipe de Pender. Les fonds d'actions de Pender ont profité de sept acquisitions jusqu'à ce jour et la majorité de ces ententes figurent parmi les avoirs du PAAF. Étant donné qu'aux États-Unis, les activités de fusion et d'acquisition par emprunt axées sur les entreprises à grande capitalisation se multiplient, il est à prévoir que d'ici peu les acquéreurs vont commencer à s'intéresser aux entreprises à moyenne ou petite capitalisation dont les évaluations semblent encore plus prometteuses. Étant donné l'intérêt et l'expertise de l'équipe des actions de Pender pour et dans les investissements du secteur des PME technologiques, le Fonds risque fort de tirer parti de ces développements, surtout dans le contexte réglementaire actuel où les entreprises à forte capitalisation sont surveillées de près. 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

De nos jours, évoluer dans le marché actuel est synonyme de pertes douloureuses et d'extrême volatilité. L'indice S&P 500 a terminé les quatre premiers mois en chute de 13,3 %, soit son pire début d'année depuis 1939. Le NASDAQ s'est replié de 21,2 % en avril, sa pire dégringolade depuis sa création en 1971. Le rendement des bons du Trésor américains, dont les taux sur 10 et 30 ans n'ont jamais connu une hausse mensuelle aussi importante qu'en avril, a lui aussi franchi un seuil critique. Les marchés boursiers et obligataires n'ont ainsi pas été épargnés, comme en témoigne également la perte de plus de 12 % de l'indice Bloomberg US EQ : FI 60 : 40 à la fin du mois. Les rendements des actifs traditionnels ont été désastreux. Dans un tel contexte, il est impératif que les investisseurs diversifient leur portefeuille. Les placements à revenus différenciés, non corrélés et absolus qu'offrent les stratégies alternatives complètent à merveille les actifs traditionnels. JP Morgan a récemment publié les résultats de son analyse de la composition d'un portefeuille diversifié. Après avoir étudié la volatilité et les rendements annualisés de 1989 à septembre 2021, la firme a établi que, si l'on se fie à ce que l'histoire nous enseigne, le portefeuille le mieux protégé contre les risques réunit 50 % d'actions en bourse, 30 % de placements alternatifs et 20 % titres à revenu fixe.

L'inflation aux États-Unis a grimpé à 8,5 %, son plus haut taux en 40 ans, tandis que celle du Canada s'est hissée à son sommet en 31 ans, soit 6,7 %. Tous les efforts des banques centrales pour juguler l'inflation se sont révélés vains, et les prix n'ont cessé de monter en mars malgré le fait que la Banque du Canada et la Réserve fédérale aient haussé leur taux directeur. Tandis que les banques centrales accélèrent la mise en œuvre de leur plan d'action anti-inflationniste, mettant à mal leur bilan et optant pour des hausses marquées de leur taux — ce qui va sans doute se poursuivre —, les placements à revenu fixe traditionnels demeurent sous pression. L'indice Bloomberg Global Aggregate, composé de plus de 61 billions d'actifs, a chuté de plus de 11 % cette année, et l'indice Bloomberg US Aggregate Corporate Bond a perdu 9,5 % en avril. L'arbitrage sur fusion et l'arbitrage sur SAVS offrent actuellement une solution de rechange attrayante aux titres à revenu fixe traditionnels. Depuis toujours, les produits de l'arbitrage sur fusion ont bien résisté à la hausse des taux : ils procurent une couverture contre ceux-ci, sont peu volatils et affichent une faible corrélation avec les marchés boursiers. Le contexte en matière d'arbitrage sur fusion demeure favorable en ce qu'il offre une valeur élevée, un important volume d'ententes, des écarts larges et un haut pourcentage de réussites. En ce qui a trait aux SAVS, le risque est faible, les rendements peu volatils et leur durée de plus en plus brève. Les temps ne sont certes pas faciles

pour les investisseurs, mais les stratégies alternatives leur donnent les moyens de surfer avec grâce sur cette mer houleuse.

Amar Pandya, CFA
10 mai 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.