

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE - JUILLET 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender (FAAP) a terminé le mois de juillet 2022 assorti d'une valeur liquidative (VL) de 10,30 \$ la part¹.

Au cours des sept premiers mois de 2022, des ententes totalisant 2,3 billions \$ ont été annoncées, soit le quatrième montant le plus élevé à ce jour². En juillet, les activités de F&A ont chuté de 62 %, à 200,8 milliards \$ d'ententes annoncées. La raison en est peut-être que les acteurs du marché ont voulu souffler un peu après un deuxième trimestre très volatil.

N'oublions pas, non plus, que les voyages post-COVID ont eu la cote cet été. Encore ce mois-ci, et pour le 31^e mois consécutif, le secteur de la technologie l'emporte haut la main avec son taux de 22 % d'activité en matière d'ententes depuis le début de l'année. Les transactions de F&A soutenues par du capital-investissement ont pour leur part ralenti en juillet; les ententes n'ont pas dépassé les 22,4 milliards \$ d'ententes, en baisse de 85 %, soit leur palier le plus bas depuis avril 2020.

Même si elles ont traîné, les ententes soutenues par du capital-investissement n'en représentent pas moins de 25 % de toutes les activités de F&A de cette année, le pourcentage le plus élevé jamais enregistré. Des milliards de dollars dorment dans les coffres de capital-investissement et comme plusieurs facteurs militent en faveur de leur déploiement (habituellement, les firmes ne perçoivent des frais que sur le capital investi), nous prévoyons que les activités sur ce front demeureront considérables dans un avenir prévisible.

Les rendements dus à l'arbitrage sur SAVS ont poursuivi sur leur lancée et atteint leur plus haut niveau en juillet, sans aucun doute parce qu'ils continuaient à se négocier à un escompte non négligeable par rapport à leur valeur liquidative. Les SAVS ont dû annuler des douzaines de fusions cette année, et cette vague de revers porte un dur coup à une industrie déjà mal en point. La perspective de devoir composer avec une réglementation encore plus répressive dans un contexte déjà peu favorable aux ententes, en plus de l'incertitude économique et la hausse des taux d'intérêt, posent de sérieux défis aux fondateurs de SAVS qui s'efforcent de trouver et de mener à terme une acquisition admissible. Le faible nombre de transactions qui parviennent à passer à l'étape suivante après l'annonce officielle de la fusion (dite transaction dé-SAPC) et la compétition féroce qui oppose les centaines de SAVS guettées par l'imminence de leur échéance et désespérément en quête d'une entente assombrissent l'humeur générale. Or, ce contexte est propice à l'arbitrage sur SAVS. En effet, plusieurs SAVS n'arriveront pas à conclure une fusion, et choisiront de liquider sans tarder et de rembourser leurs investisseurs.

Étant donné que les SAVS qui ont levé des fonds dans le dernier semestre de 2020 arrivent à échéance, nous nous attendons à ce que les liquidations de SAVS se multiplient au cours des prochains trimestres. Nous croyons que la plupart échoueront à trouver une cible en vue de conclure une acquisition admissible et devront procéder à une liquidation afin de rembourser leurs investisseurs. À la fin de juillet, 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 5,6 %³. Si l'on compare le rendement de l'arbitrage sur SAVS à celui de bons du Trésor achetés à escompte, on constate que les SAVS rapportent plus que les obligations de qualité investissement de sociétés américaines⁴ — dont le risque de crédit est plus faible étant donné que les capitaux investis sont détenus en argent comptant dans une fiducie — et rapportent plus que les bons du trésor américain tout en ayant une durée plus courte.

Mise à jour sur le portefeuille

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.

² <https://resourcehub.refinitiv.com/506633dealsintelsight/506633-July2022MA?lx>

³ <https://spacinsider.com/stats/>

⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLCOA4CBBEY>

Les écarts d'arbitrage sur fusion qui s'étaient élargis en juin se sont resserrés en juillet en raison de la normalisation de la volatilité, élevée au cours des mois précédents. De plus, plusieurs ententes de fusion que le marché jugeait plus risquées ont été conclues avec succès. Le Fonds a instauré 13 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et 12 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues au cours du mois. Motivés par l'activité intense et par l'élargissement des écarts qui ont caractérisé la fin du deuxième trimestre, nous en avons profité pour redéployer en juillet le capital tiré des ententes conclues vers plusieurs ententes existantes. Nous continuons à privilégier les arbitrages sur fusion d'excellente qualité et de petite ou moyenne capitalisation. Selon nous, et quoiqu'en dise le marché, ces fusions ont plus de chances de réussir, sans compter que nous préférons les fusions dont le délai avant conclusion est court et prévisible.

En effet, un grand nombre d'ententes de fusion ont nouvellement ou récemment été annoncées, un pourcentage plus élevé que jamais d'ententes a été conclu, et les écarts relatifs et absolus ont eux aussi battu des records. Étant donné qu'un grand nombre de SAVS arriveront à échéance au cours des prochains trimestres, on peut s'attendre à ce que les rendements, les rachats et les liquidations des SAVS continuent de monter. Par conséquent, nous prévoyons que l'arbitrage sur SAVS nous apportera une bonne provision d'occasions fort intéressantes. Nous continuons de croire que la conjoncture sourit davantage à l'arbitrage sur SAVS et sur fusion qu'aux obligations traditionnelles, d'autant plus si l'on prend en compte sa corrélation inférieure, sa durée plus courte et ses avantages fiscaux.

Randolph Bancorp, Inc. (NASDAQ : RNDB), Convey Health Solutions Holdings, Inc. (NYSE : CNVY), USA Truck, Inc. (NASDAQ : USAK), Resolute Forest Products Inc. (NYSE : RFP), Meridian Bioscience, Inc. (NASDAQ : VIVO), La Jolla Pharmaceutical Company (NASDAQ : LJPC), Great Bear Royalties Corp. (TSXV : GBRR), Sharps Compliance Corp. (NASDAQ : SMED), Manning & Napier, Inc. (NYSE : MN), ironSource Ltd. (NYSE : IS), IBI Group Inc. (TSX : IBG), 1Life Healthcare, Inc. (NASDAQ : ONEM) et Zymergen Inc. (NASDAQ : ZY) figuraient parmi les ententes établies par le Fonds pendant le mois.

Points.com Inc. (NASDAQ : PCOM), Prudential Bancorp, Inc. (NASDAQ : PBIP), The National Security Group, Inc. (NASDAQGM : NSEC), Coherent, Inc. (NASDAQ : COHR), CDK Global, Inc. (NASDAQ : CDK), GTY Technology Holdings Inc. (NASDAQ : GTYH), ServiceSource International, Inc. (NASDAQ : SREV), Healthcare Trust of America, Inc. (NYSE : HTA), Natus Medical Incorporated (NASDAQ : NTUS), Cornerstone Building Brands, Inc. (NYSE : CNR), Metromile, Inc. (NASDAQ : MILE) et Welbilt, Inc. (NYSE : WBT) figuraient parmi les ententes de fusion qui ont été menées à bien pendant juillet.

À la fin juillet, le Fonds dénombrait 30 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 27 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. Le Fonds continue de profiter de l'effet de levier des portefeuilles d'actions de Pender pour créer une croissance organique grâce aux ententes de petite et moyenne capitalisation. IBI Group Inc. (TSX : IBG), un avoir phare du Fonds de dividendes à petite et moyenne capitalisation Pender (FDP MCP), a annoncé le 18 juillet 2022 qu'il avait accepté une proposition d'acquisition de la part d'Arcadis NV, une société d'ingénierie, de conseil et de gestion de projets axée sur l'environnement durable, au prix de 19,50 CAD la part.

Comme il s'agit là d'un avoir qui figure depuis longtemps dans le portefeuille du FDP MCP, nous connaissions bien l'entreprise, avons déjà fait les recherches et les vérifications nécessaires et disposions d'informations sur ses transactions précédentes. Fait plus important encore, nous possédions aussi une évaluation de la valeur de l'entreprise sur le marché privé. Notre stratégie d'investissement reposait en partie sur une action catalytique de rachat. D'une part, nous étions convaincus que l'entreprise était sous-évaluée et, d'autre part, le groupe de partenaires, composé d'employés de la société et le plus important actionnaire de l'entreprise, voulait un événement de liquidité. En nous fondant sur notre connaissance de l'entreprise et sur nos recherches, nous pensons que cette fusion a de très fortes chances d'être conclue et dans un délai plus court que celui prévu par la gestion de l'entreprise. Confortés par notre analyse, nous avons créé une position dans IBI Group, qui figure parmi les avoirs les plus imposants du Fond.

Perspectives

Après un trimestre qui été le pire de l'histoire pour les actions et les obligations, le marché s'est stabilisé en juillet. L'inflation avait continué sa montée au Canada et aux États-Unis en juin, mais le déclin du prix de l'énergie et le ralentissement de certains secteurs de l'économie semblent annoncer qu'elle soit en train de s'essouffler. Le marché du travail demeure tendu aux États-Unis, et compte tenu du mandat double de la Réserve fédérale, il est difficile de prédire dans quel sens iront les prochains taux directeurs. Ce qui est clair cependant, c'est que l'inflation pèse de tout son poids sur la politique monétaire, et rend celle-ci plus imprévisible que jamais.

Dans ce contexte très incertain, les investisseurs vont naviguer en eaux troubles. Pour notre part, nous continuons de croire qu'une stratégie axée sur l'investissement événementiel non corrélé comme l'arbitrage sur fusion peut leur offrir des rendements absolus dans divers contextes boursiers. Compte tenu de tous ces facteurs — écarts plus larges, activité effervescente, rendements des SAVS en hausse —, il nous apparaît que l'arbitrage tant sur fusion que sur SAVS constitue une occasion à ne pas manquer.

Amar Pandya, CFA

26 août 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a été lancé en septembre 2021. Les renseignements standards sur les rendements du Fonds seront présentés lorsque le Fonds aura au moins un an d'existence. Vous trouverez de plus amples renseignements sur le Fonds à l'adresse suivante : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-liquide/>

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici : <https://www.penderfund.com/fr/avis-de-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, août 2022.