

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – AOÛT 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage de Pender a célébré son premier anniversaire le 8 septembre 2022 en enregistrant une performance de 4,3 % depuis son lancement. En août, son résultat se chiffrait à 1,1 %, ce qui représente un rendement de 2,2 % depuis le début de l'année¹.

Le Fonds a été créé dans le but de fournir aux investisseurs une stratégie de placement peu risquée, peu volatile et axée sur un rendement absolu, qui leur apporte les bénéfices d'un portefeuille diversifié, mais relativement indépendant des actifs traditionnels. Fort de son expertise en recherche, en vérification et en matière de titres à petite capitalisation, le Fonds avait comme motivation de se concentrer sur des fusions moins suivies entre entreprises nord-américaines de petite et moyenne capitalisation. Par ailleurs, sa solide expérience sur le plan des fusions et des acquisitions et son bilan en matière d'investissements dans des entreprises susceptibles de servir de catalyseurs à ce genre d'activité allaient être pour le Fonds une base robuste sur laquelle établir une croissance organique de grande qualité. Nous croyons que le positionnement du Fonds dans les activités de fusion de petites entreprises et la mise à profit de la compétence de Pender en matière de rachat d'actions ont contribué à notre performance et s'avèreront de nets avantages dans notre processus d'investissement.

Lancement du Fonds alternatif d'arbitrage Plus de Pender

L'important rendement relatif et absolu du FAAP nous a poussés à lancer une version à effet de levier de la stratégie : le Fonds alternatif d'arbitrage Plus de Pender (FAAP+). Depuis le lancement du FAAP, nous avons opté pour une stratégie dont l'exposition nette n'excédait jamais 100 % de la valeur liquidative. D'ordinaire, les stratégies d'arbitrage sur fusion font usage d'un effet de levier, effet qui peut accroître les rendements, mais aussi favoriser la volatilité. Parce qu'il s'agit traditionnellement d'un investissement peu risqué et peu volatil, l'arbitrage sur fusion est une stratégie qui se prête à un tel usage. L'arbitrage sur fusion figure parmi les stratégies d'investissement alternatives les plus constantes. À preuve, l'indice HFRI ED Merger Arbitrage qui rapporte des résultats positifs d'année en année depuis dix ans. L'ajout d'un effet de levier à une stratégie d'arbitrage peut améliorer les rendements tout en maintenant une volatilité relativement faible, ce qui la distingue d'autres stratégies d'investissement alternatives ou traditionnelles. Le FAAP+ va conserver les mêmes participations, employer la même stratégie et respecter le même protocole de gestion du risque que le FAAP, mais il va cibler une exposition de 150 % à 200 %.

Mise à jour sur les activités de fusion et d'acquisition

Au cours des huit premiers mois de l'année, 2,6 billions \$ d'ententes de fusion et acquisition ont été annoncées, soit le sixième sommet enregistré à ce jour². Bien que dans son ensemble, l'activité ait chuté de 33 % en août par rapport aux pics de l'an passé, elle demeure robuste aux États-Unis. En effet, huit des dix ententes les plus importantes du mois ont eu lieu en territoire américain. Le secteur de la technologie continue de régner sur les activités de F&A avec ses 480 ententes d'une valeur excédant les 55 milliards \$ ayant été annoncées au cours du mois. Cela fait maintenant 32 mois d'affilée que ce secteur, soutenu par une forte demande de la part du capital-investissement, demeure en tête.

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://resourcehub.refinitiv.com/506633dealsintelinsight/506633-Aug2022MA?lx>

³ <https://www.ft.com/content/adb3d472-afc0-4c62-83d1-7f1b4b718f89>

⁴ <https://spacinsider.com/stats/>

⁵ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBEY>

Portés par leur performance estivale, les rendements des sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS) ont atteint de nouveaux sommets en août. Depuis quelques mois, les SAVS affichent un taux de rachat supérieur à 90 %. En effet, les investisseurs préfèrent récupérer leur capital au lieu d'investir dans les acquisitions proposées. Les liquidations de SAVS ont aussi augmenté parce les fondateurs n'arrivent pas à trouver et à mener à terme une acquisition admissible et doivent de ce fait rendre leur capital aux porteurs d'actions³. Le nombre d'introductions en bourse des SAVS ayant atteint son point culminant entre le troisième trimestre 2020 et le premier trimestre 2021, et comme une SAVS arrive habituellement à échéance deux ans après sa création, nous croyons que nous allons bientôt assister à un marathon de liquidations. De septembre à la fin du premier trimestre de 2023, on s'attend à ce que 110 milliards \$ de SAVS arrivent à échéance, et nous pensons que la très vaste majorité d'entre elles s'achèveront par une liquidation et le remboursement du capital aux investisseurs. Cela devrait fournir une abondance d'occasions en matière d'arbitrage sur SAVS, et nous positionnons le Fonds afin qu'il tire avantage de cette courte période où il pourra réaliser des rendements élevés à faible risque.

À la fin d'août, 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 5,8 %⁴. En réalité, l'arbitrage sur SAVS, c'est comme acheter des bons du Trésor à prix d'escompte, et en ce moment, le rendement des SAVS est supérieur à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines, sans compter que le risque de crédit est plus faible, la durée plus courte et les avantages fiscaux plus intéressants puisque les rendements de SAVS sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

Mise à jour sur le portefeuille

Le Fonds a bien fait en août, grâce au resserrement des écarts en matière d'arbitrage sur fusion, à la conclusion de plusieurs ententes sur fusion, à la liquidation de SAVS et à l'apport majeur dû à une offre bonifiée pour les avoirs du Fonds dans Hill International, Inc. (NYSE : HIL). Hill est une société américaine de conseil en construction principalement axée sur la gestion de projets qui œuvre dans plus de 40 pays. À la mi-juillet, l'entreprise a reçu une offre d'achat de la part d'une société de capital-investissement privée. Cette offre a incité d'autres aspirants à s'asseoir avec Global Infrastructure Solutions Inc., une grande entreprise privée de gestion en construction. Le 16 août 2022, celle-ci a déposé une offre en vue d'un accord de fusion définitif avec Hill au prix de 2,85 \$ comptant par action. Comme d'autres parties continuaient à manifester leur intérêt et à courtiser le conseil de Hill, le 27 août 2022, Global Infrastructures a bonifié son offre à 3,40 \$, soit une hausse de 19,3 %. Comme il s'agissait d'une entente de fusion à petite capitalisation, elle n'a pas fait de bruit, ce qui nous a permis d'analyser et de mettre sur pied une position dans cette entente qui, selon nous, a de bonnes chances de réussir et de se conclure dans un délai plus court que prévu.

En effet, celui-ci a créé des positions dans 17 fusions, nouvellement ou antérieurement annoncées, pendant le mois, et 11 ententes se sont conclues pendant cette période. À la fin d'août, le Fonds dénombrait 32 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 25 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Le marché semble avoir retenu de la conférence fort attendue de Jackson Hole que la lutte contre l'inflation demeure la grande priorité de la Réserve fédérale, même si cela risque « de faire du mal aux ménages et aux entreprises » (traduction libre). L'attitude va-t-en-guerre des banques centrales et la perspective que les taux puissent encore augmenter laissent présager que l'incertitude et la volatilité pourraient fort continuer d'être notre pain quotidien dans un avenir prévisible. Après un semestre qui a été le pire depuis 50 ans, si les taux poursuivent leur montée, les investisseurs privilégiant les actions et les revenus fixes risquent de ne pas la trouver drôle. Dans un tel contexte, les investisseurs auraient intérêt à diversifier leur portefeuille par une stratégie d'investissements événementiels non corrélés où l'arbitrage sur fusion occuperait une place de choix en raison de son rendement traditionnellement en lien avec les hausses d'intérêt.

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. En matière d'arbitrage, le contexte est favorable. L'activité est élevée, les succès nombreux, les écarts relatifs et absolus plus larges que jamais. Nous allons continuer à nous concentrer sur les fusions de PME de haute qualité tout en accordant notre préférence à celles dont la durée prévue est courte. 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
12 septembre 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement des fonds équilibrés Pender sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

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, septembre 2022.