

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a terminé le mois d'octobre avec un rendement de 1,4 % pour établir son cumul annuel à 2,5 % et son rendement sur un an à 3,6 %¹.

Musk monopolise l'attention

Le secteur de l'arbitrage sur fusion et l'univers financier en général ont suivi avec intérêt la saga de l'acquisition de Twitter Inc. (NYSE: TWTR) par Elon Musk depuis l'annonce de la transaction en avril. Cette fusion, qui est l'une des acquisitions les plus considérables annoncées cette année et le plus gigantesque rachat par emprunt de l'histoire, n'était peut-être pas « inamicale », mais elle s'est certainement révélée tumultueuse. Depuis la divulgation de la prise de participation initiale, à la demande d'Elon Musk d'avoir un siège au conseil d'administration, puis à son refus d'en faire partie, suivie de sa menace de passer à une offre hostile si son offre initiale n'était pas acceptée, la fusion a certes connu un départ unique en son genre. En juillet, Musk met fin à la fusion, cherchant des excuses pour se retirer de la transaction. Il sort de sa poche une clause « d'effet défavorable important » sous prétexte qu'on lui aurait fait part d'un nombre inexact de faux comptes (robotisés). Cet argument avait peu de poids, et même s'il a été prouvé que la direction de Twitter avait bel et bien menti sur le volume de faux comptes robots, il ne s'agissait pas d'une raison suffisante pour mettre fin à la transaction. Quoi qu'il en soit, on avait ici à faire à l'homme le plus riche du monde connu pour bafouer les règles et échapper aux sanctions. Par conséquent, la fusion est devenue incertaine et a commencé à se négocier à de larges écarts par rapport à l'offre de 54,20 \$ la part.

Nous avons pris une position dans cette fusion peu avant la suspension de l'achat dans l'éventualité où Musk se retirerait et Twitter intenterait des poursuites pour faire respecter l'accord. Voyant que toutes les conditions de l'entente étaient satisfaites, que les tribunaux et la jurisprudence étaient du côté de Twitter, Musk a jeté l'éponge et annoncé son intention de finaliser l'acquisition au prix de l'offre initiale. Cette transaction a certes été houleuse, mais c'est aussi un très bon exemple du poids contractuel et légal d'un accord définitif.

Mise à jour sur les activités des SAVS

À la fin d'octobre, 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 7,1 %². 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 américaines³, 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.

Des centaines de SAVS, créées à la fin de 2020 et au début de 2021, arrivent à échéance sans avoir trouvé de cible. Elles devront donc être liquidées afin que les investisseurs soient remboursés. Les promoteurs, qui ont dépensé des millions en frais légaux, bancaires et promotionnels pour mettre en place leur SAVS et accumuler des capitaux, essuieront des pertes évaluées à plus ou moins 8 millions \$ en moyenne, et leurs investissements devraient représenter une perte totale de plusieurs milliards⁴. Le fait qu'il y ait eu trop de SAVS pour un bassin restreint d'ententes viables, que les nouvelles règles de la SEC mettent des bâtons dans les roues de certaines transactions et que l'écart d'évaluation public-privé se soit inversé a réduit pour plusieurs la probabilité de trouver une cible. Seul un petit nombre de SAVS a tiré son épingle du jeu et nombre d'entre elles sont à court d'argent ou font faillite. Les investisseurs risquent fort de se montrer très sceptiques quant aux futures ententes que viendront leur montrer ces promoteurs.

De plus, la loi sur la réduction de l'inflation de l'administration Biden contient une disposition qui nuit au rendement des SAVS. Cette disposition, qui consiste en une taxe d'accise ou sur le rachat d'actions de 1 %, sera imposée à compter de

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

² <https://spacinsider.com/stats/>

³ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLCOA4CBBBEY>

⁴ <https://www.bloomberq.com/news/articles/2022-11-04/spac-sponsors-that-piled-in-amid-boom-may-face-4-billion-tab>

2023 à toute société publique américaine qui effectuera un rachat ou un remboursement de ses actions. Selon le libellé, les SAVS ayant leur siège social aux États-Unis qui procèdent à la liquidation ou au remboursement de leurs parts pourraient être touchés par cette taxe, et leurs promoteurs tenus de la payer. Étant donné le contexte actuel, alors qu'il est fort probable que la majorité des SAVS ne trouveront pas de cible, nombre de promoteurs choisissent, parfois plusieurs mois ou trimestres avant l'échéance, de liquider prématurément, c'est-à-dire en 2022, pour échapper à cette taxe. D'autres SAVS cherchent à repousser leur échéance, et ainsi avoir plus de temps pour trouver une entente, mais cette façon de faire doit être approuvée par les porteurs et porteuses de parts. Dans le cas d'un vote sur le regroupement d'entreprises, les investisseurs de la SAVS peuvent avoir recours à leur option de rachat et choisir de se faire rembourser leur part à la valeur liquidative. Un vote sur la prolongation de l'échéance leur offre aussi cette possibilité. Tout comme une liquidation anticipée, le fait de racheter une SAVS qui demande une prorogation de son échéance a pour effet de raccourcir le délai de remboursement et d'augmenter le rendement de l'investissement dans cette SAVS.

Chaque semaine, des douzaines de SAVS annoncent leur liquidation, ce qui représente une somme appréciable d'occasions pour les investisseurs en arbitrage sur fusion. Étant donné que le rendement d'une SAVS dépend de l'escompte par rapport à la valeur fiduciaire et du délai de clôture, comme la liquidation ou le remboursement anticipé raccourcit ce délai, le rendement augmente. Plusieurs de ces SAVS annonçant une liquidation anticipée se négocient à des rendements avoisinant les deux chiffres.

Le nombre de liquidations se multiplie, ce qui signifie que dans les mois à venir il y en aura de moins en moins dans lesquelles réinvestir. Dès le départ, nous nous sommes dit que ces circonstances favorables à l'arbitrage sur SAVS seraient de courte durée et transitoires. Elles risquent de durer encore moins longtemps avec cette accélération. Nous profitons au mieux de ces liquidations tout en nous préparant à nous concentrer sur notre stratégie d'arbitrage sur fusion dans les mois à venir.

Mise à jour sur le portefeuille

En octobre, le Fonds a enregistré des résultats positifs grâce à la clôture de plusieurs de ses avoirs et au resserrement général des écarts sur arbitrage. Nous avons effectué de nombreuses transactions pendant le mois, notamment en mettant en place 16 nouvelles positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées. Par ailleurs, 18 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues au cours du mois. Bien que les activités de fusion et d'acquisition ne soient plus aussi effervescentes qu'à leur sommet de l'an passé, elles demeurent néanmoins énergiques. Si l'on en croit le bilan des sociétés de capital-investissement et des entreprises, des milliards de dollars attendent d'être déployés. Parce que le rendement de l'arbitrage sur SAVS et le nombre de liquidations anticipées ne cessent de grimper, le rendement de l'arbitrage sur SAVS est actuellement supérieur et moins risqué que celui de bon nombre d'arbitrages sur fusion. Dans ce contexte dynamique où des rendements plus élevés sont jumelés à des risques inférieurs, nous avons nettement augmenté notre exposition dans l'arbitrage sur SAVS en visant un rendement supérieur à 6 %. Nous croyons que le contexte favorable à l'arbitrage sur SAVS est temporaire, mais nous sommes déterminés à en profiter tant qu'il durera.

Le Fonds a connu un bris d'entente ce mois-ci lorsque Verano Holdings Corp. (CNSX : VRNO) a mis fin le 14 octobre 2022 à son accord de fusion entièrement sous forme d'actions avec Goodness Growth Holdings Inc. (CNSX : GDNS). Nous nous sommes retirés à l'annonce de la rupture, en dépit des efforts pour régler le litige déployés par les deux parties. Il s'agissait pour le Fonds de l'un de ses investissements les plus risqués, mais notre décision a grandement limité les dégâts. L'analyse du risque est l'élément le plus important de notre processus d'investissement, et notre but premier est d'éviter les ententes de fusion qui, selon nous, pourraient ne pas se conclure. Nous faisons aussi en sorte de minimiser les éventuelles conséquences indésirables en gérant soigneusement la taille des positions détenues par le Fonds dans des ententes qui finissent bel et bien en queue de poisson.

À la fin d'octobre, le Fonds dénombrait 29 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 18 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Les marchés boursiers mondiaux ont enregistré des gains importants en octobre, après avoir souffert des fortes liquidations du mois dernier. En dépit de la hausse des taux d'intérêt, l'inflation demeure élevée, et l'indice des prix à la consommation canadien a légèrement baissé à 6,9 % tandis que celui des États-Unis a bondi à 8,2 %. L'éventualité que les banques centrales surcorrige et que le taux final soit supérieur à celui attendu par le marché pourrait assombrir l'humeur des investisseurs. En ce moment, on considère qu'un ralentissement et une récession au niveau mondial sont fort probables. Le contexte difficile pour les actions et les obligations contraste avec les circonstances favorables à

l'arbitrage. En effet, les rendements relatifs et absolus de l'arbitrage sur fusion sont élevés, et ceux de l'arbitrage sur SAVS ont bondi en raison des nombreuses liquidations. Nous croyons donc qu'une stratégie d'investissement événementiel non corrélé peut grandement servir les investisseurs, en raison surtout de son potentiel de protection contre les baisses, particulièrement utile dans l'éventualité d'une récession.

Amar Pandya, CFA
24 novembre 2022



PENDER
Gestion de Capital PenderFund Ltée

Les données standards sur le rendement du Fonds alternatif d'arbitrage 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, novembre 2022.