

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – SEPTEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage de Pender (FAAP) a reculé de 1 % en septembre, portant son rendement depuis le début de l'année à 1,1 %, et à 2,9 % sur un an¹.

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

Au cours du troisième trimestre, les activités de fusion et d'acquisition ont enregistré un déclin de 55 % par rapport au boom record de l'année dernière. Après huit trimestres consécutifs pendant lesquels les activités mondiales de F&A ont dépassé le 1 milliard \$, voilà qu'au troisième trimestre elles ne sont plus en gros que de 700 millions \$, pour un total depuis le début de l'année de 2,7 milliards \$². En Amérique du Nord — territoire qui constitue la cible géographique du Fonds —, les activités de F&A restent dominantes : elles représentent près de 45 % des transactions mondiales et arrivent en tête de liste des transactions transfrontalières mondiales.

En dépit de ce ralentissement, nous croyons que le contexte continue d'être favorable à l'arbitrage sur fusion. Les écarts en matière d'arbitrage sur fusion se maintiennent à des niveaux exceptionnellement larges tant sur une base relative qu'absolue. Bien que l'élargissement des écarts soit en partie responsable de la réglementation plus hostile et des préoccupations plus élevées quant au financement des transactions, on ne peut pas dire que ces risques appréhendés ont fait échouer des transactions. À preuve, en septembre, le ministère de la Justice, soit l'un des deux principaux régulateurs antitrust américains, a perdu en cour deux affaires importantes par lesquelles il tentait de bloquer une fusion. Il s'agit là d'un précédent positif : en dépit de leur mandat qui leur permet de scruter d'un œil sévère les accords de fusion, la Commission fédérale du commerce et le ministère de la Justice doivent respecter les lois antitrust et être sûrs de pouvoir défendre leur cause devant les tribunaux.

Mise à jour sur le marché des SAVS

À la fin de septembre, les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS) en quête de cible se négociaient à un escompte par rapport à la valeur fiduciaire, ce qui dégage un revenu à l'échéance de plus de 6,8 %³. En réalité, l'arbitrage sur SAVS, peut se comparer à l'achat de bons du Trésor à prix d'escompte, bien qu'en ce moment, le rendement des SAVS soit supérieur à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines⁴, avec en prime un risque de crédit plus faible, une durée plus courte et des avantages fiscaux plus intéressants puisque les rendements des SAVS sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

Les rendements des SAVS n'ont cessé de croître cette année, et ils ont atteint de nouveaux sommets en septembre. Le fait que la possibilité de trouver une entreprise cible avec laquelle fusionner diminue, l'humeur s'assombrit du côté des SAVS, ce qui favorise la dispersion et l'étendue des rendements des occasions qui s'offrent en matière d'arbitrage sur SAVS.

La montée des rendements des SAVS se produit alors que nous nous rapprochons du bord de la falaise d'échéance des SAVS, où celles qui n'arriveront pas à trouver une cible avant leur échéance devront procéder à une liquidation et rembourser leurs investisseurs.

Il est devenu évident que les SAVS perdaient des plumes quand, à la fin septembre, le « roi des SAVS », Chamath Palihapitiya a annoncé que deux de ses SAVS, dont IPOF sa plus considérable, ayant amassé plus de 1,15 milliard \$,

¹ Tous les rendements signalés sont ceux de 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.refinitiv.com/perspectives/market-insights/two-year-ma-boom-runs-out-of-steam/>

³ <https://spacinsider.com/stats/>

⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLCOA4CBBBEY>

allaient mettre fin à leurs activités et rembourser leurs investisseurs⁵. Dans la déclaration signifiant la fermeture, Palihapitiya a déclaré : « *Au cours des deux dernières années, nous avons analysé plus de 100 cibles, et bien qu'à quelques reprises nous en soyons presque arrivés à une entente, chaque fois nous avons fini par reculer pour une raison ou une autre.* » (Traduction libre) Il a ajouté que les évaluations et la volatilité ont été les principaux obstacles à la conclusion des transactions. En y regardant de plus près, on remarque que le fondateur de Social Capital n'est pas le seul à baisser les bras. Plus d'une vingtaine de SAVS ont eu recours à la liquidation durant le troisième trimestre, et nous nous attendons à ce qu'il y en ait plusieurs autres. Selon toute vraisemblance, le boom des SAVS est retombé, et nous prévoyons qu'il y aura un grand nombre d'arbitrages sur SAVS à réaliser au cours des prochains trimestres.

Mise à jour sur le portefeuille

En septembre, les rendements du Fonds ont décliné parce que la multiplication des liquidations a entraîné un élargissement des écarts sur arbitrage et que l'obligation pressante de vendre a fait grimper les primes de liquidités de plusieurs ententes de fusion. Cet élargissement des écarts a touché certaines participations de courte durée du Fonds. Toutefois, nous nous attendons à ce qu'elles soient conclues d'ici quelques semaines, ce qui devrait entraîner le resserrement de ces écarts et ultérieurement leur disparition. Nous avons profité de cet élargissement des écarts pour ajouter ou initier de nouvelles positions dans des arbitrages sur fusion qui, à notre avis, ont plus de chances de se conclure que ce qu'on laisse entendre sur le marché. Nous continuons de rechercher tout particulièrement des occasions d'arbitrage sur fusion de petite et moyenne capitalisation et des ententes de plus courte durée. Étant donné le regain du rendement des SAVS, qui dans certains cas est supérieur au rendement éventuel de certains arbitrages sur fusion, nous allons nous intéresser davantage aux SAVS mais en privilégiant celles dont le rendement sera supérieur à 5,5 % et la durée inférieure à quatre mois.

Le mois dernier, nous avons lancé le Fonds alternatif d'arbitrage plus de Pender (FAAP+), une version avec effet de levier du Fonds alternatif d'arbitrage. Nous croyons qu'ajouter un effet de levier à une stratégie d'arbitrage peut faire en sorte que celle-ci rapporte plus et soit moins volatile que d'autres stratégies alternatives ou traditionnelles.

Bien que le FAAP se consacre surtout aux ententes de fusion à petite et moyenne capitalisations, nous prévoyons initier parfois des positions dans des ententes de fusions à grande capitalisation, surtout quand les risques seront faibles mais les écarts encore attrayants. Mentionnons, à titre d'exemple, notre participation dans Citrix Systems Inc. (NASDAQ : CTXS), qui a été l'objet d'un important rachat par emprunt de la part de la société de capital-investissement Vista Equity. Cette participation s'est négociée à un large écart cet été alors que l'entente était financièrement incertaine. Les souscripteurs, qui s'étaient engagés à financer l'entente, ont eu du mal à trouver des acheteurs désireux de reprendre la dette. Finalement, et après avoir essuyé une perte de 700 millions \$, le consortium de banques a consenti au placement de la dette à la fin septembre, et l'acquisition a pu être conclue. À court terme, cette perte considérable pourrait avoir pour effet de resserrer les critères de prêt sur le marché des rachats par emprunt. Actuellement, nombre d'ententes de rachat par emprunt se négocient à des écarts larges, ce qui est également le reflet de l'instabilité financière. Néanmoins, le fait que cette entente ait pu se réaliser a de quoi rassurer sur la volonté qu'ont les banques de respecter leurs engagements.

En septembre, le Fonds a initié des positions dans sept ententes, nouvellement ou antérieurement annoncées, et huit ententes se sont conclues pendant cette période. À la fin d'août, le Fonds dénombrait 28 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 19 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Le mois dernier, le S&P 500 a fondu de plus de 9 %, plus bas niveau depuis deux ans. Par ailleurs, les pressions causées par l'inflation se sont accentuées, les tensions géopolitiques se sont aggravées, et les banques centrales ont durci le ton, anéantissant tout espoir d'atterrissage en douceur. Faut-il préciser que septembre a été un mois affreux pour les investisseurs ? Et il n'y a pas que les fonds propres qui en aient souffert ; l'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond a reculé de 4,6 % en septembre, soit son déclin mensuel le plus marqué depuis décembre 1981. Le risque systémique semble élevé, et les investisseurs redoutent clairement l'effet de contagion. Cette crainte s'est accrue après la tempête qui a secoué les « gilts », et qui a forcé la Banque d'Angleterre à cesser de soutenir les fonds de pension britanniques. De plus, les problèmes et l'élargissement des écarts qui frappent les swaps sur défaillance de crédit du Crédit Suisse sont

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-20/palihapitiya-to-wind-down-two-spacs-after-failing-to-reach-deals>

venus alimenter la peur d'un krach à la Lehman. Il semble donc que la volatilité ne redescendra pas dans un avenir prévisible et que les principales banques centrales ne soient pas en mesure de lever l'incertitude, car on se doute bien qu'à sa rencontre de novembre, la Réserve fédérale imposera au marché une nouvelle hausse exorbitante de 75 points de base.

Dans un tel environnement, les investisseurs auraient intérêt à opter pour une stratégie d'investissements événementiels non corrélés, surtout quand on tient compte de son éventuelle protection contre les baisses si jamais il y avait une récession. Ce genre de protection contre les baisses s'est manifesté dans le Fonds alternatif d'arbitrage de Pender cette année, quand s'est produite la descente la plus marquée enregistrée par le Fonds entre le 19 avril 2022 et le 16 juin 2022. Le Fonds a décliné de 3 % durant cette période, offrant une bien meilleure protection contre les baisses que d'autres indices. Durant ce même intervalle, le S&P 500 a chuté de plus de 17 %, le SPTSX de plus de 13 %, l'indice Bloomberg US Corporate High Yield Bond de près de 7 % et l'indice Bloomberg US Corporate Bond de près de 3,3 %. Avec sa faible volatilité, sa protection contre les baisses, sa possibilité de générer des rendements absolus et sa couverture contre la hausse des taux d'intérêt, l'arbitrage sur fusion est tout indiqué pour les investisseurs qui cherchent à augmenter la valeur de leur portefeuille dans le contexte actuel.

Amar Pandya, CFA
18 octobre 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/pender-alternative-absolute-return-fund/>

Le Fonds alternatif d'arbitrage plus Pender a été lancé en septembre 2022. Les données standards sur son rendement seront publiées un an après sa création.

Ce commentaire comporte un Avis de non-responsabilité, que vous pouvez consulter ici :

<https://www.penderfund.com/disclaimer/>

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