

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – NOVEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender (FAAP) a terminé le mois de novembre avec un rendement de 0,3 % pour établir son cumul annuel à 2,8 % et son rendement sur un an à 3,1 %¹.

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

Les activités de F&A mondiales ont totalisé 3,3 billions \$ au cours des 11 premiers mois de 2022. Il s'agit du deuxième sommet jamais enregistré bien qu'il soit de 36 % inférieur au pic historique de l'an dernier². En novembre, les activités ont bénéficié d'une petite hausse de 3 % en un mois, et les ententes de F&A annoncées ont atteint mondialement près de 214 milliards \$. Le secteur technologique, qui représente à lui seul 21 % de toutes les F&A, continue à être le moteur de ces activités et à tirer parti de la forte demande des sociétés de capital-investissement depuis que la baisse de sa valeur a rendu celle-ci plus alléchante.

Poussées par un vent favorable, les activités de F&A demeurent vigoureuses tant au Canada qu'aux États-Unis. Ainsi, pendant le mois de novembre, nombre d'acquisitions financées par actions ont été conclues, et plusieurs rachats importants par emprunts, dont ceux de Tenneco Inc. (NYSE : TEN) et de Zendesk Inc (NYSE : ZEN). Pourtant, à cause de la hausse des taux d'intérêt, de l'aversion au risque des bailleurs de fonds, de la crainte d'une récession et des fortes pertes en matière de prêt syndiqué encourues dans des fusions annoncées plus tôt cette année alors que les taux d'intérêt étaient plus bas, il est très difficile d'obtenir du financement pour les rachats. Malgré tout, les sociétés de capital-investissement ont fait preuve d'imagination pour réunir le financement nécessaire, par exemple en sollicitant le marché du prêt direct sur lequel plusieurs prêteurs autres que les banques accordent du financement à cet égard. Nombre d'acquéreurs privés se tournent vers le marché secondaire du financement par emprunts, dont les actions privilégiées, les paiements différés, les prêts sur la valeur de l'actif net et le financement du vendeur. D'autres sociétés privées font grâce de la dette et décident de financer la transaction tout en espèces dans l'espoir qu'elles pourront emprunter quand les conditions sur le marché du crédit s'amélioreront. La détermination dont font montre les acquéreurs pour trouver des cibles, obtenir du financement et conclure des acquisitions malgré la volatilité du marché nous semble un signe encourageant pour les rendements de l'arbitrage sur fusion.

Mise à jour sur les activités des SAVS

L'une des dispositions de la Loi sur la réduction de l'inflation de l'administration Biden, dont nous avons d'ailleurs parlé dans [le commentaire du mois passé](#), et qui consiste à imposer une taxe d'accise de 1 % sur le rachat d'actions et peut-être aussi sur la liquidation de SAVS, a des répercussions considérables sur le secteur des SAVS. Les promoteurs des SAVS, qui se sont déjà endettés de plusieurs millions pour mettre sur pied, promouvoir et trouver du financement pour leur SAVS, choisissent de liquider hâtivement, soit avant la fin de l'année, pour s'éviter la possible obligation de payer cette taxe au

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://thesource.iseq.com/thesource/getfile/index/060a3956-d94e-49af-8f77-bf595e3dff98>

³ <https://spacinsider.com/stats/>

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

prochain exercice financier. Il s'agit sans doute d'une conséquence collatérale involontaire de la taxe sur les rachats, dont le but premier était d'éliminer l'avantage fiscal qu'il y avait à retourner le capital aux porteurs de parts de la société au lieu de le réinvestir dans l'entreprise ou dans le salaire des employés. Dans le contexte boursier actuel, les promoteurs des SAVS ont beaucoup de mal à trouver une cible de fusion qui sera approuvée et soutenue par les porteurs de parts. Par conséquent, les promoteurs ne tiennent pas à courir le risque d'essuyer d'autres pertes et préfèrent jeter l'éponge et fermer les livres.

D'une certaine façon, la conjoncture pousse les SAVS vers la fin de leur cycle. Favorisées par les taux d'intérêt bas, l'humeur spéculative des investisseurs et la présence de privilèges fiscaux sans précédent, des centaines de SAVS ont été constituées en 2020 et ont réuni des centaines de milliards de dollars. Les SAVS ont largement profité de la situation créée par les incitations asymétriques favorables aux promoteurs et par l'engouement frénétique pour les sociétés à chèque en blanc. Le capital offert par ces SAVS était accueilli avec joie par un grand nombre de jeunes entreprises privées, sans flux de trésorerie, fondées sur un concept et désireuses d'entrer en bourse à un cours supérieur à leur valeur et de faire ainsi un coup d'argent. C'était à croire qu'on annonçait chaque jour la naissance d'une nouvelle SAVS. Il y avait toutes sortes de promoteurs : investisseurs renommés, sociétés de capital-investissement, gestionnaires d'actifs, célébrités, athlètes professionnels, opportunistes intelligents et escrocs moins intelligents. Environ 24 mois plus tard, la bulle a éclaté, et les SAVS qui arrivent à leur échéance de deux ans doivent se résigner à la liquidation afin de rembourser leurs investisseurs. De plus, pour éviter de payer la taxe sur les rachats, certains promoteurs décident de liquider avant la fin de l'année et, contrairement à ce qui s'est passé pendant les belles semaines de la bulle de 2020, c'est la fermeture et la liquidation anticipée d'une SAVS qu'on annonce chaque jour.

En ce moment, l'arbitrage sur fusion offre des occasions très alléchantes aux investisseurs, car nous approchons de la fin du cycle des SAVS, cycle qui dure deux ans et qui a atteint son sommet de créations entre le printemps de 2020 et la fin du premier trimestre de 2021. Comme ces SAVS arrivent à échéance, plusieurs doivent être liquidées ou obtenir une prorogation de leur échéance, démarche qui les oblige à offrir à leurs investisseurs la possibilité d'être remboursés. La somme des SAVS échéant cette année, ajoutée à celle des SAVS échéant l'an prochain, mais optant pour une liquidation anticipée, fait monter les rendements. Le rendement d'un investissement en arbitrage sur SAVS est fonction de la valeur fiduciaire de la SAVS, de l'escompte entre cette valeur et celle à laquelle la SAVS se négocie et de la durée avant la conclusion de la transaction. Comme le capital détenu en fiducie est habituellement investi dans des bons du Trésor, la hausse des taux d'intérêt a fait bondir la valeur fiduciaire des parts détenues par les investisseurs, tandis que la liquidation anticipée raccourcit la durée et augmente le taux de rendement interne de l'investissement dans la SAVS.

À la fin de novembre, 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 6,8 %³. 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 américaines⁴, 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 produit en novembre des rendements positifs entraînés à la hausse par la conclusion de plusieurs ententes de fusion et l'augmentation de la valeur de plusieurs SAVS détenues par le Fonds. Ces SAVS ont annoncé leur liquidation anticipée ou le remboursement de leurs investisseurs, et la valeur liquidative de plusieurs d'entre elles rapportera plus que prévu aux investisseurs. Le mois a été très actif, tant sur le plan de l'arbitrage sur fusion que sur celui de l'arbitrage sur SAVS. L'exposition du Fonds aux SAVS a notablement augmenté ce mois-ci, car nous avons investi de manière à profiter des rendements

plus élevés et des durées plus courtes dus à la vague de liquidations et de remboursements anticipés des SAVS. Le Fonds a aussi amorcé 7 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et 11 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues.

Étant donné la flambée des rendements de l'arbitrage sur SAVS et le flot de liquidations anticipées de SAVS, nous continuons d'augmenter l'exposition du Fonds aux SAVS. En ce moment, l'arbitrage sur SAVS offre l'occasion de tirer un rendement potentiel supérieur à celui des titres de qualité investissement et même des titres de créances à rendement élevé. Dans plusieurs cas, la conjoncture en matière d'arbitrage sur SAVS fait grimper les rendements d'un large sous-groupe d'arbitrages sur fusion tout en réduisant les risques. Nous croyons que cette situation sera de courte durée et transitoire, mais nous entendons en tirer profit tant et aussi longtemps que ces rendements exceptionnels existeront.

Le fait que nous accordions une place prioritaire à l'analyse du risque en effectuant un suivi assidu de nos positions, en les réévaluant et en optimisant la taille en fonction du risque a prouvé son utilité ce mois-ci lorsque nous nous sommes retirés au bon moment d'une entente à haut risque et avons ainsi épargné au Fonds les conséquences d'une rupture de contrat et des pertes inhérentes. Le FAAP avait précédemment pris une petite position dans la société de matériaux spécialisés Rogers Corporation (NYSE : ROG), qui faisait l'objet d'une entente d'acquisition définitive de la part de DuPont de Nemours Inc. (NYSE : DD). La transaction, qui avait été annoncée en novembre 2021, avait obtenu cet été les approbations et les consentements requis et n'attendait plus que l'approbation réglementaire chinoise pour se conclure. L'une des principales qualités du Fonds en tant qu'investisseur est sa capacité de réagir aux nouvelles informations et de réévaluer, pour chacun de ses actifs, les risques associés à la transaction. Au cours de l'été, il nous a semblé improbable que l'approbation finale soit reçue avant la date d'échéance du 1^{er} novembre 2022. À notre avis, Dupont n'allait pas reporter la date d'échéance, car le montant de l'offre d'achat de Rogers était bien au-dessus de la valeur intrinsèque actuelle de celle-ci. Nous avons donc cessé d'accroître notre position cet été, commencé à la réduire en septembre afin de limiter nos risques, et nous sommes retirés complètement en octobre. Le 1^{er} novembre 2022, Dupont a annoncé qu'elle renonçait à acquérir Rogers et qu'elle paierait les frais de résiliation de 162,5 millions \$ stipulés par l'accord. Dès le lendemain, les actions de Rogers avaient perdu 44 % de leur valeur, et plus de 50 % à la fin de novembre. L'analyse du risque est l'élément le plus important de notre processus d'investissement pour le Fonds, et notre but premier est d'éviter les ententes de fusion qui, selon nous, pourraient ne pas se conclure.

À la fin de novembre, le Fonds dénombrait 20 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 11 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives pour 2023

L'arbitrage sur SAVS demeure pour le Fonds une très belle occasion, mais nous ne nous attendons pas à ce qu'il le reste durant 2023. Comme la plupart des SAVS ont vu le jour durant la bulle de 2020-2021, elles devraient arriver à échéance au cours des prochains mois et, puisque le rythme des PAPE ralentira, ce secteur devrait être beaucoup plus équilibré l'année prochaine. Comme il y aura moins de SAVS sur le marché et que les investisseurs en arbitrage chercheront à réinvestir le capital tiré des SAVS arrivées à maturité, il y a de fortes chances que les rendements diminuent. Le secteur complet des SAVS ne représentera plus qu'une fraction de son sommet de plusieurs centaines de milliards de dollars. Cela pourrait être un défi pour les fonds axés sur les SAVS ou pour les fonds d'arbitrage qui misaient largement sur les SAVS pour tirer de l'argent de leur investissement. Par conséquent, nous prévoyons que notre exposition aux SAVS va décliner et que le Fonds reportera son attention sur notre principale compétence, soit sur l'arbitrage sur fusion à petite et moyenne capitalisation.

Malgré la volatilité, les taux d'intérêt et la crainte d'une récession qui ne cessent de monter, nous croyons que la situation favorise l'augmentation des activités de F&A en 2023. Les tendances séculaires qui ont poussé les F&A durant la pandémie, telles que les perturbations technologiques et la délocalisation des chaînes d'approvisionnement, demeurent au cœur des préoccupations des équipes de gestion et de direction des entreprises. Les compagnies devront acquérir de nouvelles compétences pour rester concurrentielles et bien servir leurs clients, et si elles ne peuvent pas les développer à l'interne, elles devront les chercher à l'externe. La valeur des entreprises technologiques a été remise à niveau, et plusieurs d'entre elles se négocient à un escompte appréciable par rapport à une évaluation conservatrice de leur valeur intrinsèque. La forte demande pour des acquisitions technologiques de la part d'acheteurs stratégiques et financiers que l'on a observée au cours des deux dernières années devrait perdurer. La transition vers des énergies propres qui balaie le globe devrait aussi stimuler les activités de F&A, car le secteur des ressources énergétiques arrive cette année au second rang, derrière le secteur technologique, sur le plan de ces activités. La hausse des taux pourrait aussi pousser certaines entreprises vers le gouffre, ce qui représenterait encore plus de débouchés pour les acheteurs opportunistes axés sur la valeur.

Des billions de dollars dorment dans les coffres des sociétés de capital-investissement et des entreprises publiques, il y a donc amplement d'argent pour les acquisitions. Les promoteurs de capital-investissement n'empochent aucune commission tant et aussi longtemps que le capital n'a pas été déployé, c'est donc pour eux un motif évident et direct pour mettre l'argent au travail et faire des acquisitions. La résilience et le haut taux de succès des rachats par emprunt et des ententes soutenues par le capital-investissement de cette année laissent entrevoir que le nombre de ces ententes devrait augmenter l'an prochain. Les entreprises ouvertes dont les stratégies bien structurées en matière de F&A ont créé de la valeur sont elles aussi bien placées pour tirer parti de la dislocation et de la détresse de certaines acquisitions présentes sur le marché.

La taxe américaine de 1 % sur les rachats pourrait aussi faire bouger les choses et accroître les activités de F&A. Les entreprises ont un choix limité quand vient le temps de déployer leur excès de trésorerie : rembourser leurs dettes, faire des investissements organiques, procéder à des acquisitions ou gêner leurs actionnaires. Dans ce dernier cas, étant donné que le gain en capital est pénalisé par des taxes sur les dividendes, et désormais sur les rachats, on note un changement, petit, mais lourd de sens, dans notre analyse de la façon dont une entreprise est appelée à dépenser son capital : les F&A pourraient monter en grade quant au meilleur moyen d'employer l'excès de trésorerie.

Même si l'activité de F&A déclinait l'an prochain, la conjoncture devrait, selon nous, demeurer assez robuste pour que nous puissions nous concentrer sur les ententes de fusion à petite et moyenne capitalisation. Nous observons l'apparition de certains catalyseurs au sein de plusieurs entreprises possédées et suivies par les fonds d'actions Pender. La tradition qu'a Pender de rechercher les catalyseurs (voir : [history of investing in catalysts](#), en anglais seulement) a démontré que certains types de petites et moyennes entreprises demeurent des cibles d'achat tout au long d'un cycle boursier.

Les conditions du marché demeurent difficiles pour les investisseurs. En effet, si le rythme des hausses de taux montre des signes de ralentissement, il ne semble toutefois pas vouloir s'arrêter, parce que l'inflation est encore trop élevée et le marché de l'emploi trop serré. Étant donné cette incertitude, les investisseurs devraient songer à augmenter leur exposition aux stratégies alternatives non corrélées pouvant livrer des rendements absolus dans n'importe quel contexte boursier. Nous sommes d'avis que l'arbitrage sur SAVS offre de meilleures occasions, tant du point de vue des rendements que des risques, que les placements dans des titres de qualité investissement. Les écarts de l'arbitrage sur fusion sont larges, à la fois sur une base relative et absolue, ce qui en fait une alternative intéressante aux obligations, sans compter que leurs avantages fiscaux constituent une couverture efficace et avérée

contre les taux d'intérêt. Après cette année éprouvante pour les actifs traditionnels, les stratégies alternatives, comme l'arbitrage des risques, ont démontré leur valeur et mérité leur place dans le portefeuille des investisseurs.

Nous tenons à remercier tous nos clients et investisseurs de leur appui, et nous sommes impatients de vous servir en 2023. Joyeuses fêtes à vous et à votre famille, et nos meilleurs vœux pour la nouvelle année!

Amar Pandya, CFA
12 décembre 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-darbitrage-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, décembre 2022.