

PENDER

ALTERNATIVE ARBITRAGE FUND

COMMENTAIRE DU GESTIONNAIRE – DÉCEMBRE 2022

Chers porteurs et porteuses de parts,

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

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

Le volume total des ententes mondiales en matière de F&A se chiffrait à 3,6 billions \$ à la fin de 2022, ce qui représente une baisse de 37 % par rapport au sommet historique de l'an passé. Mais ce résultat demeure toutefois supérieur à celui de 2020 et conforme à ceux d'avant la pandémie². Le secteur de la technologie a accaparé à lui seul 20 % de cette somme, ce qui le place en tête de liste en matière d'ententes. Il est suivi par le secteur de l'énergie et de l'électricité et le secteur industriel. En 2022, il y a eu plusieurs rachats importants par effet de levier. Il n'est donc pas étonnant que les rachats financés par des capitaux privés aient atteint un sommet cette année en s'appropriant le cinquième de toutes les ententes. Étant donné que plus d'un billion \$ attendent dans les coffres des sociétés de capital-investissement d'être déployés et que les évaluations sur le marché public sont bon marché par rapport à celles sur le marché privé, il est probable que les rachats par des sociétés de CI demeureront élevés en 2023.

Sur le plan des activités de F&A, 2022 a été séparé en deux, marqué par un fort élan alimenté par leur sommet record de 2021 qui s'est poursuivi dans la première moitié de 2022. Malgré l'inflation galopante, la hausse des taux d'intérêt, les tensions géopolitiques et la volatilité du marché, l'activité en matière d'ententes a gardé le rythme pendant les deux premiers trimestres de l'année. En revanche, au cours de la deuxième moitié de 2022, elle a subi un déclin de 33 %, à 1,4 billion \$, entraîné par les taux d'intérêt élevés, l'appréhension d'une récession et l'aversion au risque des bailleurs de fonds. Comme nous l'avons mentionné dans notre [commentaire du mois passé](#), les acheteurs de société de capital-investissement ou autres trouvent des moyens imaginatifs de financer les ententes. Bien que nous ne sachions pas encore si les banques centrales ont maté l'inflation et si les taux d'intérêt ont atteint leur point culminant, le fait de mieux saisir où s'en vont les taux d'intérêt pourrait rassurer les acheteurs et les investisseurs et favoriser l'augmentation des activités de F&A.

Mise à jour sur les activités des SAVS

À la fin de décembre, les SAVS en quête de cibles se négociaient à un escompte par rapport à la valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 6,9 %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 américaines, sans⁴ 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.

L'éclatement de la bulle des SAVS qui s'était formée en 2020 et au début de 2021 a créé l'an dernier une occasion sans précédent pour les investisseurs en arbitrage sur SAVS. En effet, des centaines de SAVS

¹ 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://thesource.lseg.com/thesource/getfile/index/78b4d1a3-f045-46ec-8fc6-e1f685505a9c?utm_source

³ <https://spacinsider.com/stats/>

⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBEY>

dont la valeur fiduciaire se chiffrait à des dizaines de millions de dollars en valeur se négociaient sous cette valeur parce qu'elles approchaient la date d'échéance à laquelle elles devaient liquider leurs actifs et rembourser leurs actionnaires. Cette vague de liquidations a été amplifiée involontairement par la *Loi sur la réduction de l'inflation* de l'administration Biden et sa taxe d'accise de 1 % que les promoteurs des SAVS ont craint devoir payer en cas de liquidation. Préoccupés par le fait que cette taxe entrera en vigueur cette année et que la possibilité de trouver une cible avec laquelle conclure une fusion est de plus en plus faible, plusieurs promoteurs ont décidé de liquider au plus vite, avant que la taxe prenne effet. D'où la montée en flèche des liquidations à la fin de l'année. Et bien que l'Internal Revenue Service ait publié au début de 2023 une mise au point clarifiant ce point et exonérant les liquidations de SAVS de cette taxe, c'était trop tard⁵.

À la fin de l'année, 139 SAVS avaient été liquidées et leurs actionnaires remboursés. En décembre uniquement, 70 SAVS ont été fermées et ont remboursé leurs actionnaires⁶.

À la fin de 2022, la capitalisation boursière atteinte par le secteur des SAVS tournait autour de 100 milliards \$ — environ la moitié de ce qu'elle était au début de l'année, alors que 385 SAVS cherchent une cible, contre 563 au même moment de l'année passée. Le secteur des SAVS pourrait rapetisser davantage alors que de plus en plus de SAVS n'arrivent pas à trouver une cible ou à conclure une entente de fusion et choisissent de rembourser leurs actionnaires, et il est peu probable que la formation de nouvelles SAVS vienne contrebalancer les départs. En fait, le nombre de PAPE déposés par des SAVS est retombé à son niveau pré-pandémique : en 2022, 86 SAVS ont réuni un peu plus de 13 milliards \$, soit une dégringolade de 90 % par rapport aux 613 SAVS qui avaient attiré plus de 162 milliards \$ en 2021⁷. En présence d'une humeur plutôt maussade sur les marchés, de l'augmentation des coûts du capital et de l'inversion décalée des prix sur le marché public et le marché privé, il y a fort à parier que les SAVS éprouveront encore des difficultés à trouver et à conclure des ententes dans un avenir prévisible.

Mise à jour sur le portefeuille

En décembre, plusieurs facteurs ont permis au Fonds d'enregistrer une performance positive, dont les bénéfices qu'il a tirés de la liquidation et du remboursement de plusieurs SAVS, le resserrement des écarts auparavant larges de certaines transactions d'arbitrage sur fusion et la conclusion de plusieurs ententes de fusion. Le Fonds a augmenté sa position dans les SAVS à une hauteur inégalée depuis sa création. Presque la moitié du Fonds a été investi dans l'arbitrage sur SAVS pour lui permettre de tirer profit de la vague de liquidations et de rachats anticipés. Une grande part du capital reçu à la suite de ces liquidations et de l'effervescence dans les activités de F&A a été ensuite redirigé vers des transactions en arbitrage sur fusion.

Comme nous l'avons mentionné le mois dernier, le premier trimestre de 2023 a marqué le dernier tour de piste pour les SAVS formées à l'apogée de la bulle et qui arrivent à leur échéance prescrite de deux ans. Et même si les SAVS offrent moins d'occasions qu'auparavant, il en reste tout de même une quantité non négligeable. Pendant que le secteur des SAVS cherche un nouvel équilibre, le rendement obtenu des liquidations pourrait fondre. En revanche, celui offert par les PAPE déposés par les SAVS, et par la possibilité grandissante d'annoncer un regroupement d'entreprises favorable pourrait, quant à lui, augmenter. Étant donné que l'arbitrage sur fusion est notre activité principale, nous allons tirer profit de

⁵ <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2023/01/irs-guidance-on-1-percent-excise-tax-helpful-for-de-spa-transactions-with-private-targets>

⁶ <https://www.spacresearch.com/newsletter?date=2023-01-03>

⁷ <https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2023/01/irs-guidance-on-1-percent-excise-tax-helpful-for-de-spa-transactions-with-private-targets>

toutes les occasions offertes par les SAVS tant et aussi longtemps qu'il y en aura sur le marché et attendrons patiemment que le secteur en crée de nouvelles.

Le Fonds a établi neuf positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et six des ententes détenues par le Fonds ont été conclues. En matière d'arbitrage, le contexte demeure favorable en raison du branle-bas d'activités à ce niveau en Amérique du Nord, d'un taux de succès record et d'écart relatifs et absolus plus larges que jamais. Nous continuons à privilégier des fusions de PME dont la durée est plus courte que celle des fusions plus imposantes qui sont par ailleurs assujetties à une réglementation de plus en plus contraignante et à des délais avant conclusion de plus en plus longs. La durée est déterminante pour la performance d'un arbitrage sur fusion, car le capital dégagé à la conclusion de l'entente peut alors être redéployé dans de nouvelles ententes offrant un rendement annualisé potentiellement plus élevé. Quant aux fusions d'entreprises à grande ou mégacapitalisation, comme plusieurs d'entre elles se négocient moyennant des écarts prononcés, nous pouvons tirer parti des plus avantageuses en positionnant le Fonds vers la fin du processus de clôture quand la durée est plus courte et les écarts encore intéressants.

Les actifs du Fonds dans Shaw Communications Inc. (TSX : SJR.B), qui devrait être acquise par Roger Communications Inc. (TSX : RCI.B), ont largement contribué à la performance du Fonds en décembre. L'acquisition, qui avait été annoncée en mars 2021, devait se conclure au printemps de 2022, mais elle a été retardée lorsque le Bureau de la concurrence, un important organisme réglementaire, a déposé auprès du Tribunal de la concurrence une demande visant à la bloquer. Le 29 décembre, après des semaines d'audiences, de témoignages et de plaidoiries, le Tribunal a rejeté la requête du Bureau et autorisé la fusion. À la suite de cette décision favorable, le cours de l'action a gagné plus de 9 % lors du dernier jour de l'année sur le marché boursier. Si l'on se fie au prix courant, il y aurait 9 chances sur 10 que la fusion se fasse. Étant donné qu'il s'agit d'une fusion à grande capitalisation plus risquée et sujette à de fortes pressions réglementaires et politiques, nous avons géré tactiquement notre exposition dans cette transaction pendant tout ce temps. Au début du mois de janvier, le Bureau de la concurrence a fait appel de la décision du Tribunal, donc la fusion n'est pas encore acquise et nous allons continuer de réévaluer et de gérer sa position dans le Fonds.

À la fin de décembre, le Fonds dénombrait 23 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 15 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. L'un des grands avantages que nous tirons à privilégier les fusions de PME est le suivant : nous pouvons compter sur le flux de transactions organiques des portefeuilles d'actions de Pender ainsi que sur l'information, l'analyse et le savoir-faire de Pender quant à l'exécution de transactions dans ce domaine. Nous avons pu prendre la mesure de cet avantage en décembre, quand le Fonds a tiré parti d'une reprise des activités dans le bassin principal des actions de Pender. Maxar Technologies Inc. (TSX : MAXR), un actif à long terme du Fonds d'opportunités à petites capitalisations Pender et du Fonds de situations spéciales Pender, a annoncé avoir reçu à la mi-décembre une offre d'acquisition de la part d'une société de capital-investissement. Puisqu'il s'agissait d'un avoir principal au sein de nos fonds d'actions, nous disposions d'une bonne quantité de renseignements quant à l'offre et à l'évaluation interne de la valeur sur le marché privé, étant donné que le refinancement du prêt existant de l'entreprise faisait partie de notre thèse de placement. Grâce à ces données, nous avons pu prendre rapidement une position dans ce que nous croyons être une entente de grande qualité.

D'anciens avoirs en actions du Fonds, soit Freshii Inc. (TSX : FRIL), Qumu Corporation (NASDAQ : QUMU) et Waterloo Brewing Ltd. (TSX : WBR), ont également annoncé des acquisitions au cours du mois. Nous avons utilisé nos recherches et notre information existantes pour évaluer les fusions, qui ont fait leur entrée dans notre portefeuille. Le Fonds continuera de mettre à profit les recherches, analyses,

perspectives et compétences opérationnelles de Pender dans l'arène des petites et moyennes entreprises, ajoutant de manière tactique de la valeur lorsque les occasions se présenteront.

Perspectives

À l'aube de 2023, nous pourrions résumer l'année 2022 en quelques mots : éprouvante pour les investisseurs. L'inflation aiguë et la montée abrupte des taux d'intérêt ont entraîné la chute de la plupart des actifs, notamment des obligations et des actions qui sont tombées de concert, laissant aux investisseurs très peu d'endroits où trouver refuge. Bien que l'inflation semble s'essouffler et que l'avenir des taux d'intérêt soit plus prévisible, on ne sait toujours pas quand l'inflation atteindra la cible souhaitée ni où les taux d'intérêt s'arrêteront. L'ère de la politique monétaire accommodante, caractérisée par une faible volatilité, une corrélation négative et des banques centrales prêtes à soutenir les investisseurs au premier trébuchement, est sans doute derrière nous. Nombre des problèmes à l'origine de l'inflation, y compris les tensions géopolitiques, les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, les changements climatiques, l'externalisation stratégique de la production et le vieillissement de la population, ne seront pas résolus de sitôt. Sur un marché à ce point changeant, une stratégie alternative axée sur des rendements absolus, non corrélés et marqués par les événements du moment, tel l'arbitrage sur fusion, peut s'avérer un excellent ajout au portefeuille.

Quand on examine ce qui se passe sur le marché en matière d'arbitrage, on constate que l'arbitrage sur SAVS et sur fusion continue d'offrir des occasions très intéressantes. L'arbitrage sur SAVS offre de meilleures occasions à l'heure actuelle, tant du point de vue des rendements que des risques, que les placements dans des titres de qualité investissement. Même s'il y a moins de SAVS, il en reste assez pour offrir au Fonds un vaste éventail d'occasions intéressantes. 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. Nous croyons qu'on pourrait assister en 2023 à l'essor des activités de F&A en Amérique du Nord, notamment parmi les principales entreprises à petite ou moyenne capitalisation de Pender, dont la valeur actuelle sur le marché est très en dessous, selon notre évaluation, de celle sur le marché privé.

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. Nous sommes heureux d'avoir atteint notre but en 2022, et nous sommes déterminés à consacrer notre temps et nos efforts à collecter les données nécessaires à l'atteinte de notre objectif pendant encore longtemps. Après une 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.

Amar Pandya, CFA

18 janvier 2023



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 Itée. Tous droits réservés, janvier 2023.