

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,8 %<sup>1</sup> en février.

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

Les investissements mondiaux en matière de F&A ont totalisé 291 milliards \$ en février, en baisse par rapport aux 729 milliards \$ de l'an dernier pour la même période<sup>2</sup>. Alors que les activités de F&A ont reculé dans la plupart des pays, y compris aux États-Unis où elles ont décliné de 67 % d'une année sur l'autre pour se chiffrer à 131,5 milliards, le Canada a bien tiré son épingle du jeu avec l'annonce d'ententes valant 10,8 milliards \$, soit à peu près le même montant que l'année passée.

À la différence des deux dernières années, pendant lesquelles le secteur de la technologie régnait sur les F&A, en 2023, des accords se forment dans une gamme plus diversifiée de secteurs. À ce jour, c'est le secteur industriel qui mène le bal, suivi par les secteurs de l'énergie et de l'électricité, de la technologie et de l'immobilier. Nous nous attendons à ce que les F&A dans le secteur de la technologie continuent d'accaparer une bonne part des transactions au cours de la prochaine année, mais trouvons encourageant que des acheteurs financiers et stratégiques entrent dans la danse et jugent opportun de réaliser des ententes dans un plus grand nombre de secteurs et d'industries.

Le ralentissement relatif de l'activité de F&A de cette année découle vraisemblablement du contexte macro-économique actuel, marqué par l'inflation élevée, les hausses de taux d'intérêt et la volatilité accrue du marché. Les pertes considérables essuyées par les banques qui ont fourni du financement syndiqué pour plusieurs des plus importants achats par emprunt de l'an dernier ont également accablé le marché du financement des transactions de F&A. Si les banques continuent de limiter ou d'interrompre leur financement d'achat par effet de levier, les accords mettant en jeu du capital-investissement risquent d'être paralysés ou retardés, ce qui pourrait faire fondre le volume des ententes de F&A.

Nous nous sommes déjà étendus sur les moyens nouveaux et créatifs qu'utilisent les fonds de capital-investissement pour financer les accords, dont l'autofinancement sans effet de levier, mais voilà qu'en plus nous voyons de nouveaux joueurs faire leur entrée sur ce marché — un point positif pour l'avenir des F&A. Oaktree Capital a annoncé dernièrement qu'elle entendait lever 10 milliards dans un nouveau fonds qui contribuera à financer d'importantes offres d'acquisition par capital-investissement en consentant des prêts à des groupes d'acheteurs par emprunt<sup>3</sup>. Comme les banques réduisent la taille et le nombre des prêts qu'elles mettent à la disposition des acquéreurs, le moment est on ne peut plus opportun pour de nouveaux joueurs d'avancer leurs pions et d'offrir ce financement très nécessaire. Considérant que les sociétés de capital-investissement sont motivées à s'engager dans des ententes, que quelque 1 billion \$ dort dans leurs coffres en attendant d'être déployé, et que les évaluations sur le marché public sont nettement plus attrayantes que celles sur les marchés privés, il se pourrait que l'augmentation du financement des rachats par emprunt soit l'étincelle qui fera exploser les activités de F&A.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Refinitiv Investment Banking Scorecard – Deal Intelligence | au 2 mars 2023

<sup>3</sup> <https://www.ft.com/content/dadcc767-e07c-4c10-aa18-c99b412aa345>

## **Mise à jour sur les activités des SAVS**

À la fin de janvier 2023, 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 6,0 %<sup>4</sup>. En réalité, l'arbitrage sur SAVS, c'est comme acheter des bons du Trésor à escompte, et en ce moment, le rendement des SAVS est supérieur à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines, sans<sup>5</sup> 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.

Étant donné que les conditions du marché sont difficiles, que plus de 330 SAVS rivalisent pour trouver une cible, que les SAVS sont en butte au pessimisme et que leur bilan laisse fortement à désirer, les promoteurs seront confrontés en 2023 à la tâche quasi insurmontable de trouver une cible et de conclure une fusion avant d'arriver à leur échéance<sup>6</sup>. Nous croyons que la majorité des SAVS n'y parviendront pas et devront par conséquent être liquidées et rembourser les actionnaires. En 2023, plus de 330 SAVS, totalisant plus de 75 milliards \$ de capital, arriveront à échéance. Comme elles ne représentent plus un marché dont la taille, les liquidités et (plus important) les rendements potentiels seraient susceptibles d'attirer les spéculateurs et de grands investisseurs, les SAVS devraient rester encore cette année synonymes d'occasions intéressantes pour les investisseurs en arbitrage. Notre stratégie continue de cibler des SAVS qui se négocient sous leur valeur fiduciaire et qui offrent un rendement intéressant jusqu'à leur liquidation.

Le mois de mars de 2023 a effectivement vu la fin de l'apogée des SAVS, dont l'ère de gloire s'est étendue du troisième trimestre de 2020 jusqu'au premier trimestre de 2021 et devait donc se terminer deux ans plus tard à la date d'échéance prescrite. Nous avons d'ores et déjà assisté l'an passé, et notamment en décembre 2022, à la vague de liquidations engendrée par l'éclatement de cette bulle, alors que le secteur des SAVS a perdu la moitié de sa taille au cours de 2022. Il y a eu encore beaucoup de liquidations en janvier et février : 33 SAVS ont été liquidées et leur valeur entières de 9,8 milliards \$ a été retournée aux investisseurs. On prévoit qu'en mars 2023, plus de 90 SAVS seront liquidées et rembourseront au-delà de 25 milliards \$ en valeur fiduciaire, et que 37 milliards \$ additionnels subiront le même sort d'ici la fin de l'année. À mesure que le secteur des SAVS retrouvera son équilibre, il se peut que de nouvelles occasions en matière de SAVS se présentent sous la forme d'ententes ou de PAPE, mais nous restons prudents et nous concentrons sur notre stratégie quant aux liquidations.

## **Mise à jour sur le portefeuille**

Après un mois de janvier pour ainsi dire inactif sur le front des ententes de fusion faisant partie du Fonds, les choses se sont accélérées en février, ce qui a eu pour effet de réduire les écarts de plusieurs de ces transactions à mesure que les approbations et les consentements arrivaient et que les ententes se concluaient. Le mois de février 2023 a été le lieu de nombreuses activités au sein du portefeuille, comme en témoignent les 17 nouvelles positions du Fonds dans des ententes de fusion nouvelles ou déjà annoncées. Douze ententes figurant au portefeuille ont également été conclues pendant le mois. Bien que les activités de F&A du côté des grandes ou très grandes entreprises aient ralenti cette année, en partie à cause du cadre régulateur hostile (il est très difficile de savoir si une fusion sera approuvée), du côté des petites et moyennes entreprises, les activités et les prévisions restent élevées. Nous observons que plus d'acheteurs, en provenance d'une gamme plus large de secteurs et d'industries, tirent avantage des évaluations boursières amoindries, et parfois disloquées, pour faire des acquisitions pour des raisons tant stratégiques que financières.

Dernièrement, nous avons vu les principaux régulateurs des États-Unis, dont le DOJ, la FTC et la FCC, adopter des mesures sans précédent et hautement politisées pour freiner de grandes fusions, rendant

---

<sup>4</sup> <https://spacinsider.com/stats/>

<sup>5</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLC0A4CBBBEY>

<sup>6</sup> Recherche sur les SAVS

l'analyse des ententes de fusion encore plus incertaine et imprévisible. Un des actifs du Fonds, Tegna Inc. (NYSE: TGNA), qui avait reçu une offre d'achat de la part du fonds spéculatif américain Standard General L.P., est l'une des entreprises qui a subi des pressions réglementaires inédites de la FCC. En effet, cette dernière a imposé une audience susceptible de reporter la transaction au-delà de la date de prorogation de mai, bloquant ainsi la fusion. Deux des quatre commissaires actuels de la FCC ont approuvé l'accord et critiqué l'attitude de l'organisme.

À la suite de l'annonce de l'acquisition il y a un an, notre analyse de Tegna, un ancien actif du Fonds alternatif de situations spéciales Pender, a montré qu'il s'agissait d'une entente à haut risque. Nous avons patiemment attendu que la plupart des consentements, des approbations et des corrections soient achevés tant et aussi longtemps que les écarts ont offert un rendement intéressant. Au cours des dernières semaines, le marché a commencé à ajuster le prix en fonction de l'approbation imminente de la fusion, et il a donc été pris de court par l'attitude de la FCC. Ce cadre réglementaire exigeant nous incite à allouer à l'avenir une part encore plus importante du Fonds à des ententes de fusion à petite ou moyenne capitalisation et à éviter les fusions plus considérables à risque élevé. Illustrant bien ce positionnement unique et différencié, à la fin de février 2023, le Fonds dénombrait 29 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 21 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

L'investissement du Fonds dans le Fonds de revenu Noranda (TSX : NIF.UN) met en lumière d'une part qu'une mauvaise évaluation boursière peut provoquer un décalage entre la valeur intrinsèque d'un titre et la valeur marchande, et d'autre part que les ententes de fusion à petite ou moyenne capitalisation offrent des occasions sans pareil. Noranda est un fonds de revenu qui possède une raffinerie de zinc et des actifs connexes situés à Salaberry-de-Valleyfield, au Québec. La société Glencore Canada détient 25 % de Noranda, et le public 75 % des parts. Le 9 janvier 2023, Noranda a annoncé qu'elle avait reçu une offre de Glencore par laquelle cette dernière s'engageait à acquérir 75 % de l'entreprise n'étant pas en sa possession au prix de 1,42 \$ CA la part.

Dans les jours et les semaines suivantes, les principaux actionnaires se sont prononcés en défaveur de la transaction, arguant qu'il s'agissait d'une tentative opportuniste d'acquérir l'entreprise à un prix dérisoire. Glencore et les actionnaires dissidents ayant vraisemblablement entamé des négociations dans les semaines suivantes, le 23 février 2023, l'entreprise a annoncé par l'entremise de son conseil d'administration que l'offre avait été bonifiée de plus de 39 %, pour atteindre 1,98 \$ CA la part, et que les actionnaires en question avaient signifié leur soutien en paraphant l'accord. Après le dépôt de l'offre initiale, nous avons pris et continué de renforcer une position dans cette transaction, car elle se négociait à un écart dont le rendement était alléchant. Dans une fusion tout en espèces, une offre bonifiée peut être une source de profits considérables pour les investisseurs en arbitrage. C'est habituellement plus fréquent dans les tractations moins imposantes où plusieurs soumissionnaires peuvent se montrer intéressés, où les synergies sont plus évidentes ou plus jouables — comme dans le cas d'une acquisition par intégration — et où le prix risque davantage d'être faussé.

### **Perspectives**

En février 2023, avec les actions, les obligations et les matières premières en recul après le rebond de janvier, les investisseurs n'avaient plus nulle part où se réfugier. Le S&P 500 (USD) a glissé de 2,4 % au cours du mois, le NASDAQ (USD) a perdu 1,0 %, les prix du pétrole et de l'or ont enregistré leur pire mois depuis juin 2021. Les soucis dus à la montée de l'inflation ont fait tomber les obligations dans leur pire mois de février en trente ans, et l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond (USD) s'est incliné de plus de 3,3 % bien que les rendements à court et à moyen termes eussent augmenté au cours du mois. La performance positive du Fonds pendant ce mois où la plupart des actifs traditionnels ont perdu des plumes démontre l'importance de faire une place dans son portefeuille à une stratégie alternative non corrélée axée sur des rendements absolus telle que l'arbitrage sur fusion.

Bien que les banques centrales y soient allées au début de l'année de propos lénifiants quant aux hausses de taux, les données récentes sur l'inflation et l'emploi laissent pour leur part entrevoir que les taux pourraient bien monter encore. La Banque du Canada a rappelé dernièrement que la pause actuelle était conditionnelle et qu'elle n'hésiterait pas à relever les taux si l'inflation ne reculait pas rapidement ou si l'économie demeurait en surchauffe. Aux États-Unis, la Fed s'est montrée nettement plus alarmiste et a indiqué qu'il lui sera peut-être nécessaire de majorer davantage les taux pour mater l'inflation. Étant donné que l'évolution des taux d'intérêt est de plus en plus incertaine, la prudence devrait inciter les investisseurs à s'engager dans l'arbitrage sur fusion, reconnu pour offrir une couverture réelle contre les taux d'intérêt et des rendements à faible volatilité.

Bien que la taille du secteur des SAVS continue de rapetisser, les rendements de l'arbitrage sur SAVS représentent encore pour les investisseurs un profit relativement alléchant, peu risqué et fiscalement efficace par rapport aux obligations. Nous allons choisir soigneusement en fonction de leur rendement les SAVS que nous détiendrons, sans toutefois faire fi des occasions qu'offrira ce secteur. L'arbitrage sur fusion continue d'être une bonne affaire et, compte tenu des mesures sans précédent prises par les principaux régulateurs américains quant aux grandes fusions, nous allons accroître notre exposition sur notre marché privilégié des fusions à petite ou moyenne capitalisation et réduire notre exposition aux fusions à capitalisation élevée dans lesquelles le Fonds a investi à l'occasion quand cela était opportun. Le marché boursier continue d'être favorable aux entreprises à petite ou moyenne capitalisation, ce qui nous porte à croire que les activités en matière d'ententes pourraient se multiplier au sein de notre univers d'investissement.

*Amar Pandya, CFA*  
*Le 10 mars 2023*



**PENDER**  
Gestion de Capital PenderFund Ltée

*Toutes les données présentées en dollars sont en USD, à moins d'indication contraire.*

*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, mars 2023.*