

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,1 %¹ en avril 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les investissements mondiaux en matière de F&A ont totalisé 900 milliards \$ à la fin d'avril, en baisse par rapport au 1,5 billion \$ de l'an dernier pour la même période². Bien que l'incertitude du marché et l'augmentation exorbitante du coût de l'emprunt due à la hausse des taux d'intérêt aient entraîné le déclin des activités en F&A en 2023, certains secteurs, notamment ceux des soins de la santé, des industries et des matières premières, ont résisté et sont demeurés très actifs. La flambée de l'inflation, la relocalisation de l'approvisionnement entraînée par les incertitudes géopolitiques et la rareté des matières premières provoquée par l'électrification et l'urbanisation à l'échelle planétaire sont autant de facteurs ayant contribué à consolider les secteurs des mines, de l'énergie et des infrastructures. Les sociétés de capital-investissement demeurent actives en ce qui a trait aux ententes sur le marché public, représentant la plus grande part des transactions. À ce jour, ce sont elles qui ont annoncé la plupart des grandes ententes de l'année³. Considérant que les sociétés de capital-investissement possèdent presque un billion de dollars devant être déployés, que les valeurs sur le marché public sont plus attrayantes que celles sur le marché privé, que le retour en scène des banques en matière de financement par emprunt et que diverses mesures incitatives encouragent ce genre d'entente, le contexte est on ne peut plus favorable aux acquisitions.

Dans le secteur des soins de la santé, les activités ont atteint un sommet notable cette année. En effet, le volume d'ententes a dépassé de presque 50 % celui de 2022. Au cours des quelques derniers mois, on a annoncé des douzaines d'ententes dans l'industrie pharmaceutique et biotechnologique, ce qui a fourni aux investisseurs en arbitrage sur fusion un flot d'ententes de première qualité. Cette effervescence est due à une multitude de facteurs venant tant du marché que des secteurs en question qui, ensemble, ont instauré un climat propice aux F&A. Une entreprise biotechnologique se focalise habituellement sur un seul médicament ou traitement. Elle doit réunir des millions de dollars pour financer les recherches et le développement, et faire approuver son remède par la FDA alors même que la date de mise en marché et l'issue sont incertaines. Par conséquent, investir dans une société biotechnologique est hautement spéculatif. À cause des taux d'intérêt élevés, du marché plus volatil et de la baisse d'appétit pour le risque des investisseurs spéculatifs, nombre d'entreprises biotechnologiques se sont retrouvées à court de capital et se négocient à un escompte considérable. Étant donné que les grandes compagnies pharmaceutiques continuent d'avoir un bon bilan et un bon flux de trésorerie, elles peuvent acquérir un concepteur de médicament dont les résultats cliniques sont prometteurs ou reconnus, et amortir les coûts de mise en marché, de distribution et les frais généraux justifiant une prime appréciable, tout ça dans le but d'ajouter un nouveau remède à leur arsenal. Bien que les grandes entreprises pharmaceutiques et d'assurance se trouvent de plus en plus sous la loupe

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 Refinitiv Investment Banking Scorecard – Deal Intelligence I au 11 mars 2023.

³ [Take-Private Dealmaking Continues at a Record Pace](#), Institutional Investor, 3 mai 2023.

des régulateurs, les nouveaux médicaments et traitements développés par le secteur biotechnologique recourent de moins en moins ceux existants et rencontrent de ce fait moins de problèmes en cas d'acquisition. Comme les sociétés biotechnologiques sont normalement achetées avec des liquidités disponibles et intégrées à des entreprises pharmaceutiques plus importantes, ce genre d'acquisition a tendance à se conclure plus vite, ce qui apporte aux investisseurs sur arbitrage un rendement intéressant.

Mise à jour sur le marché des SAVS

À la fin de janvier 2023, les SAVS en quête de cibles se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 5,4 %⁴. 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 à peu près équivalant à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines⁵, 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.

Le secteur des SAVS continue de rétrécir à cause de la liquidation des sociétés arrivant à échéance. Quatorze SAVS ont été liquidées en avril et ont rendu 3,6 milliards \$ à leurs porteurs de parts⁶. Le contexte actuel demeure aussi difficile que celui des deux dernières années pour les SAVS qui cherchent une cible et veulent conclure une entente. Treize mois après le dépôt par la SEC de sa version préliminaire des nouveaux règlements à l'endroit des SAVS, les conséquences qu'auront ceux-ci ne sont pas encore évidentes, ce qui a incité les assureurs et les banques à se retirer du secteur des SAVS. De ce fait, les SAVS actives ont de plus en plus de mal à conclure une fusion avec une cible. Le Wall Street Journal a récemment conduit une analyse portant sur les entreprises ayant complété une fusion avec une SAVS entre 2020 et 2022. Il en ressort que plus du quart des entreprises ainsi formées sont maintenant des actions de pacotille (*penny stocks*) se négociant à moins d'un dollar par action⁷. L'incertitude quant au capital qu'une SAVS fournira à la conclusion de l'entente, la piètre performance des sociétés nées d'une fusion avec une SAVS et la réglementation floue font que les perspectives d'entente pour les SAVS actives restent sombres.

À la fin avril, il y avait sur le marché un peu moins de 430 SAVS actives avec des actifs de 65 milliards \$, dont 270 cherchaient une cible⁸. Notre stratégie continue de cibler des SAVS qui se négocient sous leur valeur fiduciaire et qui offrent un rendement intéressant jusqu'à leur liquidation, mais nous persistons à surveiller le secteur au cas où de nouvelles occasions se présenteraient. Il y a encore plusieurs SAVS dont l'échéance approche qui cherchent à obtenir une prorogation de quelques trimestres tout en accordant aux porteurs de parts un droit de rachat à la valeur fiduciaire. Nous allons continuer à revendre ces SAVS et à surveiller étroitement leur évolution subséquente au cas où elles nous offriraient plus tard des occasions en matière d'arbitrage.

Mise à jour sur le portefeuille

En avril, le marché de l'arbitrage sur fusion s'est normalisé après un mois de mars ponctué de fil à retordre de la part des régulateurs et d'une incertitude accrue associée à la crise des banques régionales. L'augmentation de la volatilité et des risques réglementaires a cependant eu comme effet positif l'élargissement des écarts sur arbitrage. En effet, les investisseurs ont réévalué le risque afférent aux ententes et demandé un effet compensatoire plus élevé sous forme de primes pour les risques

⁴ <https://spacinsider.com/stats/>

⁵ <https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLCOA4CBBBEY>

⁶ <https://www.spacresearch.com/>

⁷ [More Than 25% of the Companies That Merged With SPACs During the Boom Are Penny Stocks Now](#), Wall Street Journal, 21 avril 2023.

⁸ <https://www.spacresearch.com/>

encourus et pour le manque de liquidité. Dans un environnement comme celui du mois dernier, il peut y avoir plus de dispersion dans les écarts ou d'erreurs d'évaluation quant au risque de la transaction, ce qui permet aux investisseurs en arbitrage de paramétrer leur exposition aux diverses ententes et à un Fonds d'optimiser les rendements ajustés en fonction du risque. Ce mois-ci, nous nous sommes affairés à réduire notre exposition à certaines ententes pour l'augmenter ailleurs de manière à tirer avantage de cette dispersion dans les écarts. Le Fonds continue de prendre des positions dans des ententes à petite ou moyenne capitalisation et à tirer le meilleur parti des écarts plus élevés tout en évitant les risques associés à l'entente ou à la durée qui ont été considérables du côté des transactions plus importantes tout au long de l'année. À la fin d'avril 2023, le Fonds dénombrait 23 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 13 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Également en avril, le Fonds a pris 13 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et 10 des ententes détenues par le Fonds ont été menées à bien au cours du mois. Comme nous l'avons mentionné plus haut dans la mise à jour sur le marché des F&A, les activités dans le secteur de la biotechnologie se sont accélérées, offrant aux investisseurs en arbitrage une multitude d'occasions de première qualité, à faible risque et dotée d'un bon potentiel de rendements élevés. Les nouvelles positions prises par le Fonds ce mois-ci comptent dans leur rang des propositions d'acquisition de plusieurs entreprises biotechnologiques dont : Heska Corporation (NASDAQ : HSKA), Prometheus Biosciences Inc. (NASDAQ : RXDX), Satsuma Pharmaceuticals, Inc. (NASDAQ : STSA), BELLUS Health Inc. (NASDAQ : BLU), Spectrum Pharmaceuticals, Inc. (NASDAQ : SPPI) et IVERIC bio, Inc. (NASDAQ : ISEE).

L'une des caractéristiques les plus intéressantes des fusions biotechnologiques est qu'elles peuvent se conclure rapidement, surtout quand l'entente est structurée en tant qu'offre publique d'achat. Normalement, une offre publique d'achat ne nécessite pas l'approbation du conseil d'administration ni le vote des porteurs de parts, ce qui accélère considérablement le processus menant à la fusion. Voici, à titre d'exemple, une entente semblable détenue par le Fonds et qui concernait l'acquisition de Provention Bio, Inc. (NASDAQ : PRVB) par Sanofi S.A. (EPA : SAN). Sanofi voulait ainsi ajouter TZIELD de Provention, un médicament de premier plan pour le diabète de type 1, à son portefeuille d'actifs médicaux. Le 13 mars 2023, Sanofi a annoncé un accord de principe en vue de l'acquisition de Provention. Conformément à cet accord, Sanofi devait lancer une offre publique d'achat visant toutes les actions en circulation de Provention à raison de 25 \$ la part. Les parts de Provention valaient 24,10 \$ quand l'offre d'achat a été annoncée, et la fusion a été achevée à peine 46 jours plus tard le 28 avril 2023. Investir dans cette fusion au prix de clôture des actions à la date de l'annonce et y rester jusqu'à sa réalisation aurait rapporté un rendement de 3,7 % et un taux de rendement annualisé de plus de 33 %, ce qui met en évidence les mérites de ce genre de structure. Nous allons continuer à investir dans de nouvelles ententes biotechnologiques que nous jugeons intéressantes. Nous allons aussi continuer à chercher des occasions dans diverses industries et structures et à gérer le profil de risque du Fonds en diversifiant et en limitant notre exposition à un certain type d'entente, de secteur ou d'industrie.

Perspectives

Nous prévoyons que les écarts plus larges d'avril en matière d'arbitrage sur fusion se maintiendront dans l'immédiat. En effet, les investisseurs vont réévaluer les risques en fonction du nouveau et plus difficilement prévisible cadre réglementaire et exiger une prime supérieure au taux sans risque à cause des risques sur le plan de la liquidité et de la durée que sous-tend le placement dans les ententes de fusion. Nous continuons d'observer que les conditions sont favorables aux activités de F&A du côté des petites et moyennes entreprises (PME) en raison de la dislocation des valeurs sur ce marché. De plus, les acheteurs — stratégiques ou financiers — disposent d'abondantes liquidités pour conclure des ententes, car la conjoncture et certains incitatifs, profitables tant aux acheteurs qu'aux vendeurs, permettent à

ceux-ci d'unir leurs efforts et de trouver un accord avantageux pour toutes les parties. Étant donné que les investisseurs se montrent de plus en plus pressés, si les vendeurs ne s'assoient pas à la table de leur plein gré, le climat est propice aux prises de contrôle hostiles. Les actionnaires vendeurs sont souvent plus réceptifs à une promesse d'achat ferme acceptable que disposés à attendre d'obtenir un jour un prix par action plus élevé.

L'évolution des taux d'intérêt demeure imprévisible. En effet, l'inflation perdure même si elle ralentit, le marché de l'emploi demeure fort, les tensions géopolitiques se multiplient et la montée fulgurante des taux d'intérêt crée du stress, comme on a pu le constater lors de la crise des banques régionales qui pourrait se répercuter sur le marché de l'immobilier commercial. Une stratégie non corrélée à faible risque et à faible volatilité telle que l'arbitrage sur fusion peut s'avérer un ajout hautement complémentaire à tout portefeuille de placements dans le contexte actuel. Les rendements de l'arbitrage sur fusion et sur SAVS sont intéressants fiscalement parlant, car ils sont essentiellement considérés comme un gain en capital et, de ce fait, se comparent avantageusement aux revenus d'intérêt d'un investissement obligataire classique.

Amar Pandya, CFA
19 mai 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, mai 2023.