

COMMENTAIRE MENSUEL DU GESTIONNAIRE – AVRIL 2023

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de -0,3 %¹ en mars.

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

Les investissements mondiaux en matière de F&A ont totalisé 575 milliards \$ au premier trimestre de 2023, en baisse par rapport au 1,1 billion \$ de l'an dernier pour la même période². La hausse des taux d'intérêt, la volatilité élevée du marché et l'appréhension croissante d'une récession ont poussé certains joueurs à interrompre leurs activités de F&A. La crise bancaire de ce mois-ci, causée entre autres par l'effondrement de la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank de même que par la vente forcée du Credit Suisse, a ajouté à la volatilité et à l'incertitude des marchés et s'est répercutée sur le flux des ententes. Ce ralentissement général des activités de F&A n'a cependant pas touché tout le monde, car certains acheteurs opportunistes et bien capitalisés ont tiré profit de la dislocation des valeurs. À preuve, le lundi suivant la faillite de la Silicon Valley Bank et la prise en charge de tous ses dépôts par la FDIC, plusieurs ententes de F&A ont été annoncées, dont la plus importante de l'année à ce jour : l'offre d'achat de Pfizer Inc. (NYSE : PFE) d'acquérir Seagen Inc. (NASDAQ : SGEN) pour la somme de 41 milliards \$.

Nous avons assisté ce mois-ci à un revirement de situation positif : les banques ont recommencé à offrir du financement par emprunt pour les acquisitions. Les banques avaient cessé de le faire après avoir essuyé de lourdes pertes l'an passé pour avoir financé d'importantes acquisitions par emprunt, dont celle de Citrix Systems, Inc. et de Nielsen Holdings plc. La crise bancaire de mars s'est principalement répercutée sur les banques régionales, tandis que les banques plus grandes et réputées plus sûres, ou « trop grandes pour tomber », ont reçu les dépôts de certains investisseurs ayant migré vers des institutions plus considérables au cours du mois. Habituellement, les banques régionales ne figurent pas au nombre de conseillers ou de prêteurs majeurs en matière d'ententes de F&A, et comme les effets de la crise bancaire ont semblé bien circonscrits, les prêts bancaires destinés aux acquisitions ont pu être maintenus. Les sociétés de capital-investissement disposaient d'amples réserves de trésorerie pour procéder à des acquisitions, et au cours des quelques derniers mois, plusieurs ententes ont eu lieu sans emprunts. Toutefois, l'un des grands moteurs du capital-investissement est de pouvoir accroître les rendements par l'usage de l'effet de levier (grâce à des achats par emprunt), et comme les banques sont prêtes à remonter en selle et à participer au financement, nous croyons que le nombre de F&A reposant sur du capital-investissement pourrait augmenter.

Mise à jour sur les activités des SAVS

À la fin de mars, 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 5,1 %³. 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 presque équivalent à celui des obligations de qualité investissement⁴ de sociétés américaines, mais avec un risque de crédit

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://www.reuters.com/markets/deals/global-dealmaking-sinks-lowest-level-over-decade-2023-03-31/>

³ <https://spacinsider.com/stats/>

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

plus faible, une durée plus courte et des avantages fiscaux plus intéressants puisque les rendements de SAVS sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

Mars a été le mois le plus important pour les SAVS arrivant à échéance en 2023 étant donné qu'il correspond à l'apogée de la bulle qu'a connue l'industrie en 2020-2021 et que l'échéance des SAVS est de deux ans. Des douzaines de SAVS ont été liquidées en mars et ont remis à leurs investisseurs environ 11 milliards \$. Plusieurs SAVS dont l'échéance approche ont décidé de proroger celle-ci de quelques trimestres, mais cela requiert l'approbation des porteurs de parts et accorde aux investisseurs le droit de se faire rembourser leurs parts depuis l'argent entrecisé au lieu de rester dans la SAVS. À l'instar de plusieurs investisseurs, nous avons choisi de nous faire rembourser nos parts à leur valeur de rachat, ce qui signifie que ces SAVS concernées ne possèdent plus qu'une fraction de leur valeur de rachat initiale. Étant donné que les promoteurs des SAVS ont déjà englouti des millions de dollars dans la mise sur pied, la levée de fonds et la gestion de ces sociétés, remettre le problème à plus tard peut parfois sembler la meilleure solution. Néanmoins, les chances que ces SAVS trouvent et concluent une fusion ne sont pas meilleures qu'avant le rachat, voire pires étant donné que leur solde de trésorerie est plus bas. Avec moins de titres en circulation, moins de liquidités et moins de chances de trouver une cible alors que la nouvelle date d'échéance approche rapidement, nous croyons que ces SAVS offriront sans doute aux investisseurs en arbitrage de bonnes occasions d'ici quelques trimestres.

Au 31 mars 2023, il y avait moins de 450 SAVS actives sur le marché, dont plus ou moins 290 cherchaient une cible⁵. La plupart de ces SAVS arriveront à échéance cette année, ce qui devrait pourvoir un flot continu de liquidations au cours des prochains trimestres. À mesure que le secteur des SAVS et le nombre de celles-ci diminueront, l'exposition du Fonds dans les SAVS se réduira en conséquence, mais en ce moment, nous trouvons encore beaucoup d'occasions. Bien que le marché soit submergé de SAVS actives, les PAPE de SAVS demeurent peu nombreuses. Seules 11 SAVS ont complété leur PAPRE en mars 2023, alors qu'il y en a eu 86 en 2022 et 613 en 2021. Les PAPE de SAVS en 2023, quoique moins nombreuses, ont été en moyenne très performantes. Il y a donc encore de l'appétit sur le marché pour de nouvelles SAVS. 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.

Mise à jour sur le portefeuille

Mars a été un mois éprouvant pour l'arbitrage sur fusion, en raison du contexte réglementaire imprévisible et exigeant, et de la volatilité accrue du marché causée par la crise bancaire, ce qui a entraîné l'élargissement des écarts dans nombre d'ententes. Plusieurs décisions des autorités réglementaires américaines ont rendu encore plus incertaine l'évaluation des risques associés à une entente. À titre d'exemples, mentionnons les mesures sans précédent employées par la Federal Communications Commission pour empêcher la fusion de Tegna (NYSE : TGNA), et les efforts persistants de la Federal Trade Commission (FTC) et du ministère de la Justice pour bloquer d'autres fusions, pour des raisons plus politiques. Comme ces instances réglementaires s'intéressent surtout aux fusions d'importance, notre positionnement dans des ententes à petite et moyenne capitalisation pourrait bénéficier d'écarts plus larges sans toutefois souffrir de risques accrus. Quant aux quelques ententes plus importantes détenues par le Fonds, le texte de la loi compte toujours. Donc, les régulateurs peuvent bien essayer d'interdire une fusion, ils doivent faire valoir leur point en cour, et le FTC a essuyé plusieurs rebuffades en ce sens l'an passé. En réaction à cet environnement réglementaire de plus en plus hostile, nous entendons réduire notre exposition déjà modeste aux ententes à grande capitalisation et augmenter celle dans des activités à petite et moyenne capitalisation. Nous nous attendons à ce que ce

⁵ <https://www.spacresearch.com/>

segment du marché demeure robuste. À la fin de mars, le Fonds dénombrait 25 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 14 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

En mars, le Fonds a pris 15 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et 20 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues au cours du mois. La volatilité et la dispersion des écarts en matière de fusion ce mois-ci ont procuré au Fonds de nombreuses occasions de prendre ou d'accroître des positions offrant des rendements très alléchants. Bien que les écarts de l'arbitrage sur fusion augmentent parfois en période de stress, cet élargissement est synonyme d'un rendement à venir supérieur, pourvu que le risque ne change pas ou que la durée ne s'allonge pas. Quand les ventes augmentent en période de stress, cela peut se traduire par des écarts plus marqués sur le moment, mais ils finissent par se refermer grâce à l'intervention de facteurs discrets et non corrélés tels que les approbations réglementaires indispensables à la réalisation de toute fusion.

La First Horizon Bank (NYSE : FHN), qui a reçu une offre d'achat de la Toronto-Dominion Bank (TSX : TD), a été l'un des investissements les plus décevants du Fonds ce mois-ci. L'acquisition, qui avait été annoncée en février 2022, semblait en être arrivée aux dernières approbations et se négociait à des écarts importants représentant un rendement prévu attrayant. Au début mars, l'entreprise a fait savoir que le délai imposé par l'attente d'une ratification réglementaire risquait de repousser la conclusion de l'entente au-delà de la date prévue du 27 mai et qu'il faudrait donc négocier le report de la date finale. La crise bancaire, qui s'est produite au cours des semaines suivant cette notification, a rendu l'entente encore plus incertaine, car l'état du marché laissait craindre qu'elle puisse être rompue ou réévaluée à la baisse. Dès l'annonce du délai, nous avons réduit notre exposition dans la transaction pour ensuite l'accroître quand le prix des parts a baissé à la suite de la crise bancaire. Selon les termes de l'accord, la TD a l'obligation de faire le nécessaire pour conclure la transaction à la date prévue. Bien qu'il lui soit possible de réviser le prix ou de rompre l'engagement, agir ainsi dans le contexte réglementaire actuel pourrait nuire à son expansion à long terme aux États-Unis. Nous conservons une petite position dans l'entente, car nous croyons que l'occasion est avantageuse sur le plan risque-rendement, mais nous continuons à surveiller étroitement ce qui se passe.

Dans le cadre de notre exposition limitée aux fusions plus importantes, nous avons observé une évolution positive au cours du mois. Soulignons que la fameuse fusion entre Shaw Communications Inc. (TSX : SJR.B) et Rogers Communications Inc. (TSX : RCI.B) a enfin été avalisée par les autorités réglementaires au terme de deux années d'obstacles, de délais et d'audiences devant le tribunal. Bien que nous ayons réduit notre exposition dans cette entente au début de l'année, après que les entreprises aient réussi à faire en sorte que le Bureau de la concurrence n'empêche pas l'accord, nous y avons conservé une position appréciable en vue de l'approbation finale et de la conclusion. 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.

Perspectives

Nous croyons que l'élargissement des écarts en matière d'arbitrage sur fusion implique la possibilité que les bénéfices à venir soient meilleurs. Les rendements des arbitrages ont nettement augmenté au cours du mois, et ceux assortis aux nouvelles ententes de fusion annoncées ces dernières semaines sont également attrayants. Les investisseurs s'en trouvent indemnisés pour les taux d'intérêt élevés, les risques réglementaires accrus, la volatilité plus grande entraînant une prime de risque appréciable par rapport au taux sans risque. On ne peut que se réjouir de cette évolution depuis le début de l'année alors que les écarts étaient plutôt faibles compte tenu des risques sous-jacents et des taux d'intérêt en hausse. Cela s'explique en partie par le fait qu'il a fallu redéployer un montant considérable de capital en arbitrage au début de l'année, parce que plusieurs SAVS ont été liquidées en décembre et qu'un bon nombre de fusions ont été finalisées avant la fin de l'année.

Nous sommes d'avis que le contexte est favorable à la reprise des activités de F&A, surtout du côté des ententes de fusion à petite ou moyenne capitalisation que nous privilégions. Les ententes de fusion plus petites et les rachats par du capital-investissement, peu exposés aux lois antitrust et aux réglementations quant à la concurrence, constituent autant d'occasions idéales dans le contexte actuel. L'état présent en matière d'arbitrage sur fusion, associé aux rendements peu risqués, peu volatils et fiscalement efficaces que procure notre exposition à l'arbitrage sur SAVS, pourrait selon nous représenter pour les investisseurs une source intéressante de placements non corrélés dans un environnement boursier incertain et volatil.

Amar Pandya, CFA
25 avril 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, avril 2023.