

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de -1,0 %¹ en mai 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les investissements mondiaux en matière de F&A ont totalisé 1 milliard \$ au cours des cinq premiers mois de l'année, en baisse par rapport au 1,8 billion \$ de l'an dernier pour la même période². En Amérique du Nord, il y a eu une reprise notable en matière d'ententes en mai. Aux États-Unis, leur volume, nourri par une vague de consolidations dans de nombreux secteurs, a atteint un palier mensuel inégalé en plus d'un an. Au nord de la frontière, le Canada a connu une forte augmentation des activités de F&A qui se sont rehaussées de plus de 100 % par rapport à la même période de l'an passé. Nous observons une diversité d'activités due à des F&A transfrontalières, principalement avec des cibles ou des acheteurs américains, ainsi que des ententes stratégiques visant à créer des synergies ou à améliorer la croissance organique dans un contexte où l'inflation et les taux d'intérêt sont élevés. Malgré un marché plus volatil et des coûts de financement plus élevé sur le plan des acquisitions, les activités de F&A continuent, en présence de conditions favorables, à se multiplier dans notre univers d'investissement principal axé sur les fusions à petite et moyenne capitalisation.

Mai a été un mois à l'issue imprévisible alors que le cadre réglementaire a continué à être hostile aux grandes ententes de fusion, ce qui a été un thème récurrent cette année. D'abord, mentionnons les répercussions qu'a eues la décision de l'un des principaux régulateurs du Royaume-Uni, la Competition and Markets Authority (CMA), de bloquer l'acquisition par Microsoft Corporation (NASDAQ : MSFT) d'Activision Blizzard Inc (NASDAQ : ATVI). Ensuite, la Toronto-Dominion Bank (TSX : TD) a renoncé à acheter la First Horizon Bank (NYSE : FHN) parce qu'elle n'a pu obtenir l'approbation réglementaire nécessaire à la conclusion de l'entente — à cause, prétend-on, des règles de la TD en matière de lutte contre le blanchiment d'argent aux États-Unis. Finalement, au terme d'un mois déjà impitoyable pour les fusions, la FTC a engagé une procédure visant à empêcher l'acquisition par Amgen Inc. (NASDAQ : AMGN) de Horizon Therapeutics Public Ltd Co (NASDAQ : HZNP). La FTC tente de freiner cette fusion, qui n'est ni horizontale ni verticale et qui n'a jamais soulevé de préoccupations en matière de concurrence, en recourant à une nouvelle théorie du préjudice fondée sur un hypothétique regroupement. Il s'agirait de la première fois depuis 2009 que la FTC tenterait une action en justice pour interdire un accord entre entreprises pharmaceutiques. Les régulateurs contestant une entente doivent respecter la lettre de la loi et avoir gain de cause en cour, et la majorité des acteurs sur le marché croient que la FTC a ici dépassé les bornes et qu'elle perdra son procès.

Le cadre réglementaire ayant été hostile aux ententes de fusion cette année et notamment en mai, les écarts en cette matière se sont par conséquent considérablement élargis. Les investisseurs exigent désormais de meilleures compensations avant de s'engager dans une entente qui pourrait ou non être approuvée et conclue. Les écarts touchant à l'arbitrage sur fusion fournissent actuellement des

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 1 juin 2023

rendements de plus en plus attrayants qui, en Amérique du Nord, atteignent en moyenne les deux chiffres par rapport à l'an passé³. Tandis que les régulateurs se focalisaient sur les grandes et très grandes ententes de fusion, les accords à petite et moyenne capitalisation qui ne sont pas exposés aux mêmes risques réglementaires ont eux aussi vu leurs écarts s'élargir et créer des occasions intéressantes. Malgré le resserrement des conditions de financement, le fait que les marchés boursiers aient été solides cette année encourage les acheteurs à s'engager dans des ententes dont les cibles sont préférentiellement des petites et moyennes entreprises.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le secteur des SAVS continue de rétrécir à cause de la liquidation des sociétés arrivant à l'échéance. Dix-neuf SAVS ont été liquidées en mai et ont rendu 4,6 milliards \$ à leurs porteurs de parts⁴. Le capital détenu en fiducie par les SAVS a chuté sous les 50 milliards \$ à la fin de mai, alors qu'il était de 200 milliards \$ en 2021. Bien que le nombre de SAVS et le capital qu'elles détiennent diminuent, la taille des fusions ou acquisitions proposées fait de même. Au cours des deux dernières années, il était courant qu'une SAVS fusionne avec une cible pour un montant de plusieurs fois supérieur à la valeur entiercée. En revanche, les ententes qui ont été récemment annoncées devraient se faire à une fraction de la valeur initiale de la Fiducie, car on prévoit que la très grande majorité des investisseurs préféreront être rachetés et non s'engager dans l'accord proposé. Les annonces concernant des ententes demeurent rares et sporadiques, et il est vraisemblable que la plupart des SAVS seront liquidées et rembourseront les investisseurs.

Plus de 100 entreprises ayant fusionné avec une SAVS — ce qui représente près du quart de toutes celles réalisées depuis 2018 — ont vu le prix de leurs parts décliner de plus de 90 %⁵. Nous avons déjà mentionné que cette année représente sans doute la fin du cycle des SAVS, comme l'indique clairement la douzaine de procès intentés récemment par des porteurs de parts qui ont perdu beaucoup d'argent dans de telles ententes et demandent maintenant des comptes aux promoteurs de ces SAVS. Ancien « roi des SAVS » et promoteur de neuf SAVS, Chamath Palihapitiya est lui aussi poursuivi par des investisseurs à cause des lourdes pertes essuyées dans nombre de ses SAVS devenues publiques. Quant à ses deux SAVS restantes qui n'ont toujours pas conclu d'entente, il a été annoncé qu'elles seraient liquidées ce mois-ci. Plusieurs promoteurs, qui, comme Palihapitiya, avaient été des acteurs incontournables durant le boom des SAVS, ont jeté l'éponge et réduit le nombre de leurs SAVS en activité. Si le marché a la mémoire longue, il se peut qu'ils ne lancent plus jamais une autre SAVS.

À la fin de mai, il y avait sur le marché un peu moins de 411 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 48 milliards \$, et 240 d'entre elles cherchaient une cible. Comme le secteur des SAVS s'est rétréci, l'exposition du Fonds en ce domaine a fait de même. Nous croyons que notre stratégie consistant à acquérir des SAVS à bon escompte rapporte un rendement intéressant tant à leur rachat qu'à leur liquidation. À la fin de mai 2023, les SAVS en quête de cible se négociaient à un escompte par rapport à la valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 5,7 %. L'arbitrage sur SAVS s'apparente à l'achat des bons du Trésor à escompte, et en ce moment, le rendement des SAVS est à peu près équivalent à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines, sans compter que le risque de crédit est plus faible, la durée plus courte et les avantages fiscaux plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

³ <https://www.barrons.com/articles/m-and-a-regulators-merger-arbitrage-funds-bb11eceb>

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-01/spacs-fuel-new-boom-lawsuits-are-piling-up-in-courts-across-us>

Mise à jour sur le portefeuille

En mai, les écarts en matière d'arbitrage sur fusion ont été extrêmement volatils. En effet, la rupture de plusieurs grandes ententes et les mesures prises par les régulateurs ont entraîné l'élargissement des écarts. Le fait que nous ciblons les entreprises à petite et moyenne capitalisation nous a permis d'éviter la plupart des difficultés réglementaires auxquelles s'exposent les fusions à grande capitalisation. Le Fonds renfermait cependant une modeste position dans l'entente de fusion entre la First Horizon Corporation (NYSE : FHN) et la Toronto-Dominion Bank (TSX : TD), laquelle a été résiliée au cours du mois. Par ailleurs, le procès intenté par la FTC pour contester la proposition d'acquisition de Horizon Therapeutics Public Ltd Co (NASDAQ : HZNP) a également provoqué l'élargissement des écarts sur les ententes biotechnologiques, dans lesquelles le Fonds possède plusieurs positions. En réponse à ces événements, les écarts d'arbitrage se sont élargis considérablement, et dans la plupart des cas, ont fait naître des occasions intéressantes dans l'ensemble du secteur. À la fin mai, l'indice HFRI ED Merger Arbitrage avait perdu 4,0 % depuis le début de l'année. Cependant, l'indice n'a enregistré que deux années de performance négative depuis 1990, et comme cela a été le cas antérieurement quand l'année commençait en baisse, les investisseurs en arbitrage ont rapidement réévalué le risque et exigé des rendements plus élevés, ce qui se traduit habituellement par un rendement absolu annuel positif⁶.

Nous avons été actifs ce mois-ci. Nous avons profité du fait qu'en raison de la plus grande dispersion des écarts, les ententes en matière d'arbitrage ont été sujettes à de la dislocation et à de mauvaises évaluations. Nous espérons tirer des bénéfices de ces placements au cours des semaines et des mois à venir. Le Fonds continue de prendre des positions dans des ententes à petite ou moyenne capitalisation. Nous cherchons ainsi à tirer le meilleur parti des écarts plus larges tout en évitant les risques associés à l'entente ou à la durée, risques qui ont été élevés du côté des transactions plus importantes tout au long de l'année. À la fin de mai 2023, le Fonds dénombrait 31 placements dans des ententes à petite capitalisation de moins de 2 milliards \$, 19 d'entre elles affichant une valeur boursière inférieure à 1 milliard \$.

Également en mai, le Fonds a pris 15 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et cinq des ententes détenues par le Fonds ont été menées à bien au cours du mois. Ce mois-ci, on a annoncé une multitude de nouvelles ententes de fusion à petite capitalisation de grande qualité se négociant à des écarts attrayants et étant susceptibles de fournir des rendements de plus ou moins dix pour cent. Ces ententes ne devraient pas être reportées à cause de la réglementation, ce qui améliore d'autant leur durée prévue. Parmi les ententes de fusion à petite capitalisation dans lesquelles le Fonds s'est engagé en mai, on retrouve : Ruth's Hospitality Group Inc (NASDAQ : RUTH), CTI BioPharma Corp (NASDAQ : CTIC), Home Point Capital Inc (NASDAQ : HMPT), Absolute Software Corp (NASDAQ : ABST), VectivBio Holding AG (NASDAQ : VECT) et Greenhill & Co., Inc. (NYSE : GHL).

Perspectives

Après un début d'année quelque peu difficile pour l'arbitrage sur fusion, il semble que le risque élevé dû au cadre réglementaire soit désormais pris en compte dans l'évaluation des ententes nouvelles et existantes et que les accords de fusion se multiplient. Tout cela augure bien pour les futures performances de l'arbitrage sur fusion. En ce qui a trait au rendement de l'arbitrage sur fusion, le contexte est avantageux. Il s'est amélioré sur une base tant relative qu'absolue. De plus, un flot continu d'ententes visant des entreprises à petite et moyenne capitalisation de grande qualité ont été annoncées ces dernières semaines. Comme l'IA, la RV, l'automatisation et l'électrification sont au cœur des tendances technologiques, et que c'est loin d'être fini, il se peut que les activités de F&A

⁶ <https://www.hfr.com/indices/hfri-ed-merger-arbitrage-index>

augmentent dans les secteurs technologique, industriel et des matières premières à mesure que les chaînes d'approvisionnement associées à ces industries émergentes voient la demande s'accroître.

Dans l'univers des entreprises à petite et moyenne capitalisation, où les négociations continuent à se faire selon des valeurs disloquées, les investisseurs qui s'intéressent à ces sociétés jouissent d'occasions et d'avantages intéressants, d'autant plus que les activistes et les porteurs de parts des cibles potentielles cherchent activement à mettre ces escomptes à profit.

20 juin 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, juin 2023.