

Commentaire Mensuel Du Gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,7 %¹ in June 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 1,3 billion \$ au cours des six premiers mois de 2023, ce qui représente une baisse de 37 % par rapport à pareille date l'an passé². Ce déclin des F&A est imputable à l'incertitude économique, aux taux d'intérêt élevés, à la surveillance accrue en matière de réglementation et au contexte géopolitique précaire qui ont contrarié la conclusion des ententes. Bien que ces facteurs continuent de peser sur les marchés, on a pu observer au deuxième trimestre de l'année une accélération notable des activités et la valeur totale des ententes a augmenté de 33 % depuis le premier trimestre. La performance supérieure aux attentes du marché boursier, la tendance vers la désinflation et des perspectives encourageantes quant à l'évolution des taux d'intérêt sont autant d'éléments susceptibles d'avoir ranimé la confiance des acheteurs envers ce genre de transaction.

Les secteurs des soins de santé, de l'énergie et de l'électricité arrivent en tête de liste des activités en matière d'ententes, surpassant le secteur technologique qui occupait la première place depuis 2020. Bien que la part des fusions adossée au capital-investissement ait déserté son sommet des deux dernières années, période à laquelle elle représentait près de la moitié de l'ensemble des activités, il n'en demeure pas moins qu'au premier semestre de 2023 ces ententes occupaient le quatrième rang en importance jamais enregistré. Nous prévoyons que les sociétés de capital-investissement, qui disposent d'une ample provision de liquidités et bénéficient d'excellentes mesures incitatives pour s'engager dans des ententes, demeureront actives sur les marchés publics pendant le deuxième semestre de l'année.

Parce que l'environnement réglementaire a été défavorable à l'endroit des mégafusions, les F&A à grandes capitalisations ont considérablement diminué cette année. Au premier semestre de 2023, seules 14 ententes se chiffraient à plus de 10 milliards \$, un déclin de 53 % par rapport à pareille date l'an passé et la période la plus chétive depuis 2017 pour les méga-ententes de F&A. Les F&A à grandes capitalisations vont sans doute rester sous pression cette année puisque la FTC et le DOJ continuent d'exercer une surveillance réglementaire et antitrust des plus sévères. Les fusions à moindres capitalisations profiteront sans doute des problèmes réglementaires et de financement touchant aux ententes mettant en scène de grandes entreprises. En effet, ces fusions sont relativement moins risquées et donc plus faciles à financer dans un environnement où l'accès au capital

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.

²Refinitiv Investment Banking Scorecard – Deal Intelligence I au 1 juillet 2023

est limité. En général, les F&A à grandes capitalisations sont, par leur nature même, susceptibles de provoquer de profonds changements, ce qui implique que l'on doive prendre des décisions stratégiques complexes en période d'incertitude. De ce fait, les investisseurs jugent moins risquées les ententes à moindre capitalisation, qui prennent la forme d'acquisitions intégrées ou complémentaires créant une synergie, ajoutant une nouvelle ressource ou donnant accès à de nouveaux marchés. Les équipes de direction et les membres du conseil ont donc moins de mal à convaincre les actionnaires, les banquiers et les créanciers des avantages de l'entente.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le secteur des SAVS continue de rétrécir à mesure que la date d'échéance de celles-ci approche et qu'elles sont rachetées ou liquidées à leur valeur entières. Seize SAVS ont été liquidées en juin et ont rendu 4,4 milliards \$ à leurs porteurs de parts. Le capital détenu en fiducie par les SAVS a poursuivi sa chute. Il a perdu depuis mai près de 10 milliards \$ et s'est retrouvé sous la barre des 40 milliards \$ à la fin de juin. Le marché des SAVS va probablement rapetisser encore jusqu'à ce qu'il retrouve son équilibre, que les écarts s'élargissent et que seuls les meilleurs promoteurs capables de faire des propositions convaincantes aux investisseurs restent en selle. À ce jour, on ne dénombre que 17 IPO pour un total de 2 milliards \$, et le fait qu'il y ait moins de SAVS déposant une demande d'introduction en bourse favorise la transition vers un équilibre durable. Depuis le début de l'année, les nouvelles émissions en provenance du secteur des SAVS dans sa totalité cumulent moins de la moitié du capital levé par une seule et unique SAVS en 2020 (Bill Ackman's Pershing Square Tontine Holdings Ltd). Cela illustre combien l'univers des SAVS a changé depuis le sommet de sa bulle en 2020-2021.

À la fin de mai, il y avait sur le marché un peu moins de 391 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 38 milliards \$, et 222 d'entre elles cherchaient une cible. L'exposition du Fonds aux SAVS s'est réduite de concert avec la contraction de ce secteur, et nous nous sommes concentrés sur l'acquisition à bon escompte de SAVS procurant un rendement intéressant tant à leur rachat qu'à leur liquidation. À la fin de juin, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 5,5 %. L'arbitrage sur SAVS s'apparente en quelque sorte à l'achat de bons du Trésor à escompte. 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.

Mise à jour sur le portefeuille

Juin a été un bon mois pour le Fonds qui a récolté les fruits de plusieurs ententes de fusion à écarts élargis que nous avons ajoutées en mai et qui ont été conclues ce mois-ci. Le positionnement du Fonds s'est consolidé en juin après un mois de mai plus volatil pendant lequel les écarts en matière d'arbitrage ont bondi à cause de la résiliation de certaines ententes et de l'hostilité réglementaire persistante de la FTC. Nous avons tiré profit de cette volatilité en prenant des positions ou en augmentant notre exposition dans plusieurs ententes qui, à notre avis, avaient été mal évaluées quant à leurs risques, et avons de ce fait



porté l'exposition nette du FAAP à près de 100 %, le niveau le plus élevé de cette année. Les écarts se sont encore élargis en juin, ce qui nous a offert de multiples occasions de redéployer le capital tiré d'accords réalisés vers quantité de fusions à petite et moyenne capitalisations. Après ce qui a été une année difficile sur le plan de l'arbitrage sur fusion, les investisseurs semblent, en réaction à l'hostilité réglementaire, exiger désormais une meilleure compensation en contrepartie des risques inhérents à l'entente et à sa durée, ce qui a fait monter les rendements de l'arbitrage sur fusion.

« Nous continuons de privilégier les ententes à petite et moyenne capitalisations pouvant bénéficier d'écarts plus larges et n'étant pas exposée aux mêmes risques quant à leur conclusion et à leur durée que les fusions à grandes capitalisations. »

En juin, le Fonds a pris sept 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. Heska Corporation (Nasdaq : HSKA), Ruth's Hospitality Group Inc. (NASDAQ : RUTH), Momentive Global Inc. (NASDAQ : MNTV), Kimball International Inc. (NASDAQ : KBAL) et Ranger Oil Corporation (NASDAQ : ROCC) font partie des accords à petite capitalisation appartenant au Fonds qui ont été réalisés en juin. Nous continuons d'observer une forte dispersion des écarts, particulièrement en ce qui a trait aux fusions de moindre importance et aux ententes risquées sur le plan réglementaire. « Nous continuons de privilégier les ententes à petite et moyenne capitalisations pouvant bénéficier d'écarts plus larges et n'étant pas exposées aux mêmes risques quant à leur conclusion et à leur durée que les fusions à grandes capitalisations. » À la fin de juin, le Fonds dénombrait 22 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 18 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Parmi les nouvelles ententes achetées par le Fonds en juin se trouve Circor International Inc. (NYSE: CIR), un fabricant d'équipement industriel et de composants utilisés pour la gestion du flux et du mouvement dans le secteur de l'aérospatial et de la défense. L'entreprise a entériné le 5 juin 2023 un accord définitif en vue d'être acquise par la société d'investissement KKR & Co Inc. (NYSE: KKR) au prix de 49 \$ la part. Nous estimons que cette entente est d'excellente qualité, que le soumissionnaire a les reins solides financièrement parlant, que les risques d'ordre réglementaire sont faibles et que le rendement est attrayant. Un autre soumissionnaire, la société de capital-investissement Arcline Investment Management, qui possède l'un des concurrents de Circor, est entré en scène dans les semaines suivant l'offre, ce qui a incité KRR à la bonifier à 51 \$ la part le 27 juin 2023. Arcline a aussitôt présenté une contre-proposition à laquelle KRR a réagi en rehaussant son offre à 56 \$ la part, offre assortie de l'ajout potentiel d'un autre dollar la part si l'accord mettait plus longtemps à se conclure. Le conseil a accepté cette offre, qui était supérieure de près de 15 % à l'offre initiale. Dans une fusion tout en espèces, une offre révisée à la hausse 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

L'un des grands avantages de l'arbitrage sur fusion est que l'investissement est de courte durée, ce qui permet aux participants au marché de réagir rapidement à toutes nouvelles information et dynamiques du marché et de réviser le prix en conséquence. Au terme d'un premier semestre 2023 difficile pour l'industrie de l'arbitrage sur fusion, qui a souffert de l'hostilité sans précédent des régulateurs, l'industrie a réagi aux taux d'intérêt supérieurs, à l'activité moindre en matière d'ententes et aux risques élevés sur le plan réglementaire, ce qui a créé un environnement favorable pour les rendements sur une base tant relative qu'absolue.

L'activité en matière d'ententes demeure faible en dépit de sa remontée au deuxième trimestre, mais certains signes indiquent qu'elle pourrait reprendre au cours du dernier semestre. Le bilan des entreprises et les coffres des sociétés de capital-investissement font état d'une ample quantité de liquidités qui ne demandent qu'à être déployées. Par ailleurs, les technologies de rupture pourraient s'accélérer en raison de la croissance rapide de l'intelligence artificielle, obligeant ainsi les entreprises désireuses de rester viables à acquérir des capacités et de l'expertise. Les marchés boursiers ont tiré leur force étonnante des grandes entreprises, ce qui a eu pour effet d'élargir le fossé entre les valeurs des petites et des grandes capitalisations à un degré presque inégalé et de donner aux grandes sociétés et aux acquéreurs financiers l'occasion de procéder à des acquisitions relatives. Parce qu'ils alourdissent le coût du financement et compliquent son accessibilité, les taux d'intérêt élevés peuvent être défavorables aux grandes ententes de F&A. Toutefois, cela peut aussi mettre sous pression les entreprises et rendre une acquisition sous la valeur intrinsèque plus acceptable aux yeux des actionnaires de la société cible. Devant la montée de l'investissement activiste et du nombre d'entreprises désireuses de réaliser leurs actifs et de débloquer leur valeur, il est raisonnable de croire que l'activité de F&A à petite et moyenne capitalisations va bientôt s'accélérer.

L'inflation a beau montrer des signes d'essoufflement tant au Canada qu'aux États-Unis, le marché de l'emploi demeure fort et les consommateurs continuent de puiser dans l'épargne résiduelle de la pandémie, ce qui exerce une pression sur les prix des biens et des services. Les propos des deux banques centrales laissent entendre que les taux risquent de rester élevés plus longtemps que prévu et d'être encore majorés si l'inflation reprend son ascension. Malgré la hausse des taux et l'inquiétude croissante au sujet de l'économie et des fissures qui apparaissent dans certains marchés, les marchés boursiers des États-Unis s'entêtent à faire preuve d'une robustesse confondante. L'état du marché constitue un casse-tête pour les investisseurs — l'évolution des taux d'intérêt est incertaine même si on observe des signes de ralentissement, pourtant l'inflation reste élevée et persistante. La valeur des grandes entreprises et l'indice des marchés boursiers en général ont considérablement monté au cours de l'année tandis que les primes de risque ont baissé, par conséquent les investisseurs doivent prendre une décision délicate, à savoir où et comment placer l'argent de leurs portefeuilles d'investissement. Considérant l'imprévisibilité quant aux taux d'intérêt et aux

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/avisde-non-responsabilite/>

© Copyright Gestion de capital PenderFund Ltée. Tous droits réservés, juillet 2023.



marchés boursiers, afin de se protéger des aléas de ces conditions hasardeuses et volatiles, les investisseurs auraient avantage à accroître leur exposition à des stratégies alternatives d'investissement non corrélées de nature événementielle telles que l'arbitrage sur fusion.

Amar Pandya, CFA

July, 17 2023

