

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,3 %¹ en juillet 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 1,7 billion \$ au cours des sept premiers mois de 2023, ce qui représente une baisse de 28 % par rapport à pareille date l'an passé². Bien que des facteurs macroéconomiques, tels que l'inflation persistante, les taux d'intérêt toujours en hausse, l'incertitude économique et les tensions géopolitiques, continuent de mettre des bâtons dans les roues des F&A, on observe par ailleurs des signes de stabilisation encourageants et suffisamment visibles pour réunir les acheteurs et les vendeurs autour de la table. Les technologies de rupture associées à l'énergie propre, aux véhicules électriques, à l'intelligence artificielle et aux superconducteurs sont autant de catalyseurs qui offrent aux entreprises la possibilité de se transformer et de se doter de nouveaux moyens afin de devenir plus concurrentielles dans un monde en évolution accélérée. Alors que les activités de F&A ont décliné dans la plupart des pays, le Canada figure parmi les quelques-uns où elles ont augmenté cette année grâce à la vitalité des secteurs des mines et des métaux, du pétrole et du gaz et à des mégaentreprises de fusion privées comme les acquisitions de HSBC Bank Canada et de Viterro. Les sociétés de capital-investissement et d'autres acheteurs financiers restent bien capitalisés et encouragés à faire des acquisitions en dépit du coût de financement plus élevé et des conditions plus strictes en matière de prêt. Brookfield Asset Management compte parmi les sociétés qui résistent à la tendance et tirent profit des circonstances. Elle a annoncé pour environ 50 milliards \$ d'acquisitions au cours du premier semestre, ce qui en fait l'entreprise la plus active en investissement de ce genre cette année, et elle ne cache pas son ambition de réunir 150 milliards \$ d'ici la fin de 2023 en vue de procéder à d'autres achats³. Avec les taux qui demeurent élevés, les entreprises pour qui la déflation présente des avantages, comme les sociétés technologiques, et celles à qui l'inflation est profitable, comme les compagnies d'infrastructures, constituent deux cibles très attrayantes pour les acheteurs.

Selon de récentes observations, le secteur bancaire des États-Unis pourrait être l'une des industries enregistrant une montée inattendue des activités de F&A. La crise qui a frappé les banques régionales américaines au printemps et provoqué la faillite de trois banques continue de peser sur l'industrie, dont les titres en baisse, les dépôts perdus peut-être définitivement pendant la crise et la hausse des taux d'intérêt ont entraîné une moins-value de plusieurs billions⁴. Ces problèmes incessants, le fardeau des frais bureaucratiques et les investissements technologiques inévitables portent les gestionnaires et les conseils d'administration à envisager la consolidation. Considérant qu'il y a plus de 4 000 banques régionales aux États-Unis, les régulateurs ont fait savoir qu'ils étaient en faveur d'une telle mesure, ce qui devrait être applaudi par les investisseurs. On a pu observer en juillet les premiers signes d'une vague de consolidations à l'annonce de deux fusions bancaires : l'acquisition de l'American National Bankshares Inc. par Atlantic Union Bankshares Corp. et l'acquisition de PacWest Bancorp. par Banc of California Inc. Nous avons traditionnellement limité

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

² Source : Refinitiv Investment Banking Scorecard – Deal Intelligence I au 3 août 2023

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-09/brookfield-defies-deal-gloom-projects-record-inflows-in-2023>

⁴ <https://www.wsj.com/articles/bank-deals-are-back-on-the-table-getting-one-done-could-be-messy-3d77a2b2>

l'exposition du Fonds aux fusions bancaires à cause du lourd processus d'approbation réglementaire qui peut accroître à la fois la durée et le risque. Puisque les régulateurs affirment être plus ouverts aux fusions entre banques, il se pourrait que le secteur bancaire soit le seul à bénéficier d'un vent arrière réglementaire propre à aiguïser l'appétit pour de futures fusions en ce domaine.

Nous avons expliqué à maintes reprises cette année combien l'hostilité sans précédent des régulateurs américains à l'endroit des ententes de fusion à forte capitalisation avait nui aux activités de F&A en 2023. Bien que récemment quelques grandes fusions aient réussi à clouer le bec aux régulateurs, ceux-ci ont répliqué en publiant ce mois-ci un projet de mise à jour des directives ayant trait aux fusions. Ces nouvelles directives de la Federal Trade Commission (FTC) et du Department of Justice (DOJ) ont pour objectif de « mieux traduire comment les agences déterminent les conséquences d'une fusion sur la concurrence dans l'économie d'aujourd'hui et évaluent les fusions qui leur sont soumises en vertu de la loi⁵. » Cette mise à jour des directives s'articule autour de 13 principes qui constituent le nouveau canevas auquel les régulateurs auront recours pour établir si une fusion contrevient aux lois sur la concurrence. Il s'agit là d'une profonde réforme dont le but avoué est d'abaisser considérablement le seuil auquel une fusion est supposément anticoncurrentielle et contestable, et de donner aux régulateurs la possibilité de remettre en cause les fusions en se fondant sur des théories du droit nouvelles ou moins connues. Au final, ces directives risquent fort de désavantager les grandes fusions et de politiser davantage le processus de révision de celles-ci. Bien que ces directives, si elles sont appliquées telles quelles, feront obstacle aux F&A dans leur ensemble, il est fort probable qu'elles ne toucheront guère les ententes de fusion à petite ou moyenne capitalisation qui constituent l'assise même du Fonds. Nous pourrions même assister à plus d'activités, car le fait que le principal meneur sur le marché soit soumis à un examen plus rigoureux crée des conditions plus équitables pour les autres concurrents.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le secteur des SAVS continue de rétrécir à mesure que leur date approche et qu'elles sont rachetées ou liquidées à leur valeur fiduciaire. En juillet, 16 SAVS ont été liquidées, remboursant 3,4 milliards \$ à leurs porteurs de parts⁶. Au cours du mois, seulement quatre SAVS ont fait leur entrée en bourse, réunissant moins de 1 milliard \$, et le capital détenu en fiducie par les SAVS avait chuté sous les 34 milliards \$ à la fin de juillet. Des centaines de SAVS arriveront à échéance cette année, et comme elles ont peu de chance de trouver une cible avec laquelle fusionner, plusieurs ont préféré demander une prorogation au lieu d'abandonner et d'opter pour la liquidation. Certains promoteurs ont décidé de laisser traîner les choses pour se donner le temps de trouver une cible plutôt que d'essayer les pertes inhérentes au fait de lancer une SAVS qui échoue à fusionner avec une cible. Il leur faut pour cela soumettre leur demande au vote et, en fonction des conditions de la prorogation, procéder au dépôt de liquidités additionnelles dans la fiducie et au transfert d'une part de leurs actions de fondateurs. L'une des caractéristiques de la SAVS est l'option de rachat détenue par les porteurs de parts. Ainsi, peu nous importe que les promoteurs optent pour la liquidation ou pour la prorogation, tant que la SAVS se négocie à un escompte suffisant pour nous rapporter un rendement intéressant dans le cas où nous déciderions d'utiliser cette option de rachat et de recevoir notre part des actifs entiers. Quand une SAVS obtient une prorogation, l'avantage est que cela repousse la date d'échéance, mais seulement de quelques trimestres, ce qui représente pour nous une nouvelle et potentielle occasion de récolter dans un futur pas trop lointain les fruits de l'arbitrage sur SAVS.

À la fin de juillet, il y avait sur le marché un peu moins de 372 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 34 milliards \$, et 206 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 sous la valeur fiduciaire de SAVS procurant un rendement intéressant tant à leur rachat

⁵ <https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-and-ftc-see-comment-draft-merger-guidelines>

⁶ <https://www.spacresearch.com/>



qu'à leur liquidation. 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.

Mise à jour sur le portefeuille

Juillet a été pour le Fonds un mois actif pendant lequel nous avons continué à récolter les fruits d'ententes complétées et à les réinvestir dans de nouvelles fusions. Le Fonds a pris des positions dans 17 fusions, nouvellement ou antérieurement annoncées. Neuf des ententes figurant au portefeuille ont été conclues pendant le mois. En matière d'arbitrage sur fusion, après leur élargissement de juin, les écarts sont demeurés considérables en juillet, quoique certains catalyseurs touchant à des ententes de fusion plus importantes les aient fait rétrécir au cours du mois. Notre exposition aux SAVS, qui avait diminué de 10 % en juin, a augmenté en juillet alors que des douzaines de ces sociétés ont annoncé leur liquidation ou leur prorogation, ce qui nous a fourni l'occasion d'acquérir des SAVS sous leur valeur fiduciaire et de profiter de ces 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.

Les régulateurs américains continuent de contester les ententes de fusion à grande capitalisation et tentent, avec la mise à jour des directives dont nous avons parlé précédemment, d'augmenter leur arsenal. Si elles sont appliquées telles quelles, les nouvelles directives auront un effet dissuasif sur les F&A fortement capitalisées, et ce sont surtout les grandes entreprises technologiques et pharmaceutiques qui se retrouveront dans la mire des régulateurs. Bien que les régulateurs nourrissent l'ambition et le dessein de ralentir ou d'empêcher les F&A, c'est la lettre de la loi qui prévaut, et les régulateurs doivent gagner en cour quand ils contestent une fusion. En juillet, cette réalité a été avérée par une suite de victoires remportées par le marché contre les régulateurs. La FTC, qui cherchait à enrayer l'acquisition d'Activision Blizzard Inc. (NASDAQ : ATVI) par Microsoft Corporation (NASDAQ : MSFT), s'est vue refuser sa demande d'injonction préliminaire par un tribunal californien, puis sa motion d'injonction qui avait pour but de repousser la conclusion de la fusion jusqu'à ce qu'un appel ait été complété. Black Knight Inc. (NYSE : BKI), un actif du Fonds qui est en voie d'être acquis par Intercontinental Exchange Inc. (NYSE : ICE), a pour sa part annoncé un accord soustrayant de la fusion un segment de l'entreprise afin d'apaiser les inquiétudes des régulateurs quant à une éventuelle concentration du marché. On espère que cette mesure incitera la cour fédérale à rejeter la requête de la FTC et permettra à la fusion de se faire. Comme chaque procédure demande temps et argent aux autorités réglementaires, ces défaites pourraient créer un précédent et réduire la probabilité qu'il y ait de nouvelles contestations tout en modérant l'excès de zèle des régulateurs.

Bien que ce changement de dynamique dans le contexte réglementaire soit très intéressant et qu'il aura sans aucun doute des conséquences sur l'ensemble des F&A, nous allons continuer à privilégier les fusions à petite ou moyenne capitalisation qui demeurent essentiellement à l'abri de ces nouvelles mesures. La fusion idéale pour le Fonds est l'acquisition d'une petite entreprise faisant ou ayant fait partie de nos fonds d'actions. Nous pouvons ainsi exploiter à fond nos connaissances, nos recherches et notre expertise boursière sur ce titre et tirer profit des inefficacités du marché qui touchent souvent les actions à petite capitalisation. L'acquisition de Dialogue Health Technologies Inc. (TSX : CARE) par Sun Life Financial Inc. (TSX : SLF) et Quotient Technology Inc. (NYSE : QUOT), ajouts récents au Fonds, est un exemple de ce genre d'excellentes ententes de fusion à petite capitalisation que nous affectionnons et dont les deux entreprises ont déjà fait partie de nos fonds d'actions. À la fin de juillet 2023, le Fonds dénombrait 27 placements dans des ententes à petite capitalisation de moins de 2 milliards \$, 20 d'entre elles affichant une valeur boursière inférieure à 1 milliard \$.



Perspectives

Au cours du deuxième trimestre de l'année, et au début du troisième, les activités de F&A se sont régulièrement améliorées, notamment en ce qui a trait aux petites et moyennes entreprises qui constituent l'assise du Fonds. Tandis que les taux d'intérêt élevés et le comportement imprévisible du marché désavantageaient les activités de F&A cette année, l'écart entre la valeur des petites et des grandes entreprises s'est creusé comme jamais auparavant, offrant aux acheteurs une occasion alléchante de tirer parti de cette dislocation du côté des petites entreprises. L'activisme n'a pas ralenti dans notre univers financier où des porteurs de parts impatientes demandent avec insistance aux conseils d'administration de faire en sorte de corriger l'écart entre les valeurs intrinsèques et celles du marché. 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. Nous constatons que, dans notre cercle d'investissement privilégié, les conditions favorisent la multiplication des activités de fusion, car les acheteurs et les vendeurs sont motivés et encouragés à conclure des ententes.

Amar Pandya, CFA

15 août 2023

