

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de -0,3 %¹ en août 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités de F&A mondiales ont totalisé 1,84 billion \$ au cours des huit premiers mois de 2023, c'est-à-dire moins que les 2,56 billions \$ de l'an passé. Bien que ce ralentissement soit généralisé, certains secteurs, comme ceux des matériaux, des soins de la santé et des biens de consommation de base, ont réussi à faire mieux que l'an passé.

Le secteur des matériaux fait l'objet d'un mouvement de consolidation accrue. Deux facteurs principaux sont à l'origine de cette tendance : premièrement, la demande en matériaux bruts nécessaires pour opérer la transition énergétique; deuxièmement, le fait que les préoccupations environnementales et réglementaires complexifient la mise en chantier de nouvelles mines. Les activités de F&A foisonnent du côté du secteur des soins de la santé en raison d'un manque à combler en capital dans l'arène biotechnologique ainsi que de tendances démographiques et technologiques qui obligent les équipes de direction et les conseils à se procurer de nouvelles capacités et de nouveaux réseaux de distribution. La consolidation au sein du secteur des biens de consommation de base est pour sa part alimentée par un coût intrant plus élevé et par le besoin de renforcer les chaînes d'approvisionnement.

Dans l'ensemble des secteurs et des industries, la hausse des prix joue sur les opérations et sur les décisions stratégiques des entreprises. La flambée de l'inflation a poussé les banques centrales à relever les taux d'intérêt dans le but de la circonscrire. En conséquence, les coûts de financement ont grimpé, ce qui a eu l'effet d'une douche froide pour les F&A. En revanche, cela a aussi fait naître plusieurs ententes de fusion. En effet, la montée inflationniste des dix-huit derniers mois a conduit de nombreuses sociétés à se tourner vers les fusions. Elles espèrent ainsi améliorer leur économie d'échelle et créer éventuellement une synergie de coûts en augmentant leur efficacité et leur pouvoir de négociation.

Comme nous l'avons mentionné le mois dernier, l'industrie de F&A a été mise à mal cette année par une approche réglementaire hostile visant les ententes de fusion à grande capitalisation. Même si les régulateurs misent sur des actions agressives pour stopper et décourager les accords de fusion, la lettre de la loi continue de prévaloir et les régulateurs qui abusent de leur autorité pourraient s'attirer des sanctions. C'est ce qui s'est passé en août, lorsque le Tribunal de la concurrence a ordonné au commissaire de la concurrence à verser des millions à Rogers Communication Inc. (TSX : RCI), estimant que celui-ci avait

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.

« adopté une approche inutilement litigieuse » dans sa tentative de bloquer la fusion de Rogers avec Shaw Communications Inc.² (TSX : SJR.B). Alors même que Shaw avait accepté de céder ses activités sans fil, l'élément le plus controversé de la fusion, à Quebecor Inc. (TSX : QBR), les régulateurs ont poursuivi leurs manœuvres agressives pour faire échouer l'accord. Le comportement du commissaire a été qualifié de déraisonnable, et le juge en chef de la Cour fédérale, Paul Crampton, a écrit que la conduite du commissaire « était intransigeante et devrait maintenant avoir des conséquences ». Le Tribunal a ordonné au commissaire de verser en gros 9,7 millions \$ à Rogers et 3,2 millions \$ à Shaw en frais juridiques. Bien que ces sommes représentent une fraction des frais juridiques encourus par Rogers et Shaw, cette décision envoie assurément un message ferme aux régulateurs. Les consommateurs et les sociétés ont certes besoin que des régulateurs compétents protègent le marché et exercent leur rôle de surveillance dans les limites de leur devoir et de leur pouvoir. Malheureusement pour les contribuables, quand un régulateur franchit ces limites, il peut y avoir un prix à payer.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le secteur des SAVS a poursuivi son déclin ce mois-ci alors que la date d'échéance de celles-ci approche et qu'elles sont rachetées ou liquidées à leur valeur entières. En tout, sept SAVS ont été liquidées en août et ont rendu 1,7 milliard \$ à leurs porteurs de parts.³ Au cours du mois, une seule SAVS a fait son entrée en bourse, réunissant tout juste 75 millions \$, ce qui signifie que le capital détenu en fiducie par l'ensemble des SAVS était tombé sous les 27 milliards \$ à la fin d'août.

Pendant que le secteur des SAVS rétrécit comme peau de chagrin et qu'un nombre croissant de promoteurs jettent l'éponge et remboursent les porteurs de parts, on voit apparaître certaines manifestations d'une exubérance irrationnelle rappelant les beaux jours du boom des SAVS en 2020-2021. Des 11 fusions de SAVS qui se sont conclues en août, neuf se négociaient sous les 10 \$ à la fin du mois et elles avaient rendu avant la clôture plus de 90 % du capital qu'elles détenaient. Toutefois, l'union de la SAVS Black Spade Acquisition Co. avec le constructeur d'automobiles vietnamien VinFast Auto Ltd. (NASDAQ : VFS) a eu pour effet de tripler sa valeur dès le premier jour de son entrée en bourse, pour la porter à 85 milliards \$. Dans les jours suivants, la société nouvellement formée a poursuivi sa course folle jusqu'à ce que sa valeur culmine à 159 milliards \$, soit plus que celles de Ford Motor Company et de General Motors Company additionnées, avant de plonger. Bien que cette montée en flèche n'ait été motivée que par le minuscule capital flottant de l'entreprise, dont les liquidités limitées et la découverte des prix en fait une candidate de choix pour une « action-mème », cela pourrait porter un plus grand nombre de promoteurs de SAVS à tenir bon et à proroger leur date d'échéance dans l'espoir de récolter un pactole semblable.

À la fin d'août, il y avait sur le marché un peu moins de 351 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 27 milliards \$, et moins de 185 d'entre elles cherchaient une cible. Toujours à la

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-08-29/rogers-wins-costs-as-court-blasts-unreasonable-antitrust-czar>

³ <https://www.spacresearch.com/>



fin d'août 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 4,7 %.⁴ 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

Après un été paresseux, les activités de F&A se sont accélérées en août, mois pendant lequel des douzaines d'ententes de fusion nord-américaines ont été annoncées. Conséquence de l'environnement réglementaire hostile, une seule fusion de plus de 10 milliards \$ a été annoncée ce mois-ci, tandis que des accords de moindre importance ont vu le jour dans une diversité de secteurs et d'industries. En août, le Fonds a pris 20 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et neuf des ententes de fusion qu'il détenait ont été conclues au cours du mois. Ce mois-ci, la performance du Fonds a été altérée par les complications réglementaires auxquelles s'est heurtée l'une de ses ententes de fusion, et par l'élargissement des écarts dans d'autres accords, élargissements imputables à la lenteur des approbations réglementaires et au report de la date de clôture. Les écarts en matière d'arbitrage sur fusion restent larges et intéressants pour notre Fonds, et la différence entre les écarts des ententes à petite capitalisation s'est amoindrie à mesure que plusieurs accords de fusion à grande et très grande capitalisations étaient conclus, résiliés ou qu'ils passaient le cap des exigences réglementaires, ce qui avait pour effet de resserrer leurs écarts. Cette évolution instaure un climat favorable aux stratégies axées sur les petites et moyennes capitalisations et nous permet de tirer profit des écarts élargis tout en évitant les risques plus élevés inhérents à l'entente en soi et à la durée des fusions plus considérables. À la fin d'août 2023, le Fonds dénombrait 38 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 30 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

L'une des principales déceptions du Fonds ce mois-ci lui est venue de sa position dans Velan, Inc. (TSX : VLN), société québécoise et chef de file mondial dans la conception et la production de robinetterie. En février, l'entreprise a annoncé avoir accepté l'offre d'achat de 13 \$ CA l'action de Flowserve Corporation (NYSE : FLS), entreprise américaine de Dallas et fournisseur de premier plan de produits de réglage de débit. Avec un prix d'achat total de 245 millions \$ (y compris sa dette nette), il s'agissait d'une petite acquisition par intégration par laquelle Velan allait se fondre à peu de frais dans la division du réglage des débits de Flowserve et qui devait en outre créer une synergie de revenu notable. Comme l'entente profitait du soutien des actionnaires majoritaires, ne requérait aucune condition de financement, ne présentait aucune préoccupation antitrust et ne soulevait pas d'inquiétudes pour les autorités canadiennes, cette fusion de grande qualité semblait aller de soi. Aussi, nous avons établi une participation dans cette entente au cours de l'été.

⁴ <https://www.spacinsider.com/>



Toutefois, conséquence de l'incertitude qui règne sur l'échiquier géopolitique et réglementaire, les affaires de Velan en France, soit Velan SAS, qui représentent près de 25 % des revenus de l'entreprise, ont attiré au cours du mois l'attention des politiciens français qui cherchent des moyens d'empêcher des actifs considérés stratégiques de tomber entre les mains des États-Unis. Pourtant, les activités les plus « sensibles » sur le plan de la sécurité des opérations françaises de Velan, qui construit par ailleurs des sous-marins nucléaires, avaient déjà été retirées de l'entente et devaient être vendues à un acheteur national. L'écart s'est accentué pendant le mois lorsque la France a fait connaître sa volonté de bloquer l'entente, et les deux entreprises se sont entendues pour repousser la date prévue de la fusion pendant qu'elles cherchent une solution de concert avec le gouvernement français. Nous avons réduit notre position dans le Fonds quand ces nouveaux développements ont été connus pendant le mois, mais en avons conservé une modeste tout en continuant à suivre de près le progrès et l'évolution de la fusion.

Une entente riche en rebondissements et dont la guerre de surenchères a profité au Fonds est celle mettant en jeu Sculptor Capital Management Inc. (NYSE : SCU). Sculptor est un gestionnaire américain de fonds spéculatifs qui possède un actif sous gestion de 34 milliards \$ répartis dans une variété de mandats alternatifs. La société a une histoire chargée. Fondé par Daniel Och en 1994 et autrefois connu sous le nom de Och-Ziff Capital Management, le fonds spéculatif en est très vite arrivé à gérer un sommet de 50 milliards \$ en 2005, puis est entré en bourse deux ans plus tard, en 2007. On a alors découvert que l'entreprise était impliquée dans un énorme scandale de corruption pour lequel elle a fait l'objet de poursuites pénales et a dû verser un montant substantiel au Department of Justice (DOJ) et à la Securities and Exchange Commission (SEC). Daniel Och a démissionné en 2019, et son protégé, Jimmy Levin, qui s'était joint au fonds en 2016, a pris les commandes et l'entreprise a finalement été rebaptisée Sculptor. Och, qui a depuis pris son protégé en grippe, a poursuivi l'entreprise en 2022 arguant que le salaire de 146 millions \$ de Levin dépassait les bornes. Une fois la cause entendue et réglée, la société a été mise en vente. En juillet, après un minutieux processus de vente, Sculptor a annoncé qu'elle serait acquise par Rithm Capital Corp. (NYSE: RITM) à raison de 11,15 \$ la part, avec comme PDG Levin dont le salaire allait être plafonné à un *maigre* 30 millions \$ par année. Nous avons pris et bâti une position dans l'accord, puis le 20 août, un regroupement de gestionnaires de fonds spéculatifs de haut vol, dont William Ackman, ont présenté une contre-offre supérieure. Cela a donné lieu à une volée de bois vert par laquelle Och et un autre ancien PDG ont fait connaître leur opposition à l'offre de Rithm et exprimé leur mécontentement au Conseil. Le Conseil a refusé de participer à la surenchère, réitérant que l'offre de Rithm servait mieux les intérêts des porteurs de parts parce qu'elle était assurée. La dernière offre se chiffrait à 12,76 \$, ce qui représente une bonification de 14 % par rapport à celle de Rithm, les parts de Sculptor se négocient au prix de l'accord et le Conseil ne reconnaît toujours pas que l'offre plus élevée constitue une proposition plus intéressante. Étant donné les égos surdimensionnés et les gros moyens de plusieurs des joueurs impliqués, on peut s'attendre à d'autres rebondissements. Nous allons donc gérer avec le plus grand soin notre exposition dans la transaction.

Perspectives

Bien que 2023 ait été une année semée d'embûches pour l'arbitrage sur fusion, on observe la présence de signes encourageants, notamment l'accélération du nombre d'ententes, l'élargissement des écarts, l'appréciation plus adéquate des risques inhérents aux accords et la meilleure prévisibilité quant au contexte réglementaire. Au cours de l'été, les autorités ont perdu gains de cause à plusieurs reprises, ce qui pourrait créer un précédent et les dissuader de pousser le bouchon trop loin en ayant recours à de nouvelles théories en matière de qualification du préjudice pour s'opposer à une proposition de fusion. Les nouvelles lignes directrices proposées par la Federal Trade Commission (FTC) et le département de la Justice, qui sollicitent actuellement les commentaires du public, en plus des modifications apportées à la *Loi canadienne sur la concurrence* par le gouvernement libéral, pourraient éventuellement mener à de grands changements au sein des marchés de F&A et dans l'évaluation des risques de fusion. Néanmoins, seuls la loi et les précédents historiques devraient servir à cautionner ou non une fusion. Le retour à un environnement réglementaire plus prévisible et transparent devrait être bénéfique aux ententes et normaliser l'évaluation des risques inhérents à une fusion. De ce fait, les rendements ajustés au risque pourraient en profiter.

L'écart de valeur entre les petites et les grandes entreprises s'accroît, créant ainsi un environnement favorable aux activités de F&A. De plus en plus de signes indiquent la présence d'une déflation généralisée au Canada et aux États-Unis. Par ailleurs, on arrive de mieux en mieux à prédire quelle voie emprunteront les hausses de taux. Tout ceci redonne assez de confiance aux acheteurs qui pourraient vouloir tirer parti des circonstances et proposer des accords. Comme nous l'avons déjà mentionné, le moment est idéal pour les acheteurs et les vendeurs d'entreprises dont le bilan fait état de capitaux abondants, pour les sociétés de capital-investissement et pour les vendeurs motivés qui espèrent rehausser la valeur sous-estimée de leur entreprise. Nous continuons d'observer au sein de nos fonds d'actions et de l'univers plus large des petites capitalisations l'émergence d'une demande pour l'instant refoulée en matière d'ententes, à laquelle s'ajoute une augmentation des accords organiques provenant d'autres mandats de Pender, facteur qui a toujours été un excellent moteur pour les rendements potentiels de l'arbitrage sur fusion.

Amar Pandya, CFA

19 septembre 2023

