

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 0,4 %¹ en septembre 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 2 billions \$ au cours des trois premiers trimestres de 2023, ce qui représente une baisse de 27 % par rapport à pareille date l'an passé². Il s'agit des neuf mois les plus lents sur ce plan et les activités mondiales de F&A demeurent essentiellement en état de somnolence. Les taux d'intérêt croissants, l'inflation persistante, un marché hautement volatil et les conflits géopolitiques explosifs ont exacerbé l'insécurité des intervenants, avec pour résultat qu'il est nettement plus ardu de pousser une entente vers le fil d'arrivée. En dépit de ce creux, certains signes laissent présager que l'activité pourrait s'intensifier grâce aux conditions financières qui s'améliorent, aux banquiers qui deviennent plus créatifs dans leur façon de structurer les ententes et à la participation accrue du crédit privé pour le financement.

Bien que l'activité de F&A ait décliné aux États-Unis, elle a nettement mieux fait qu'ailleurs dans le monde, accaparant 44 % des F&A mondiales contre 42 % il y a un an. Elle demeure vigoureuse au Canada avec son volume en hausse de 13 % pendant le trimestre. En effet, les conditions financières se sont améliorées malgré les taux d'intérêt élevés³. Au Canada, l'activité en matière d'accords a atteint 46,6 milliards \$ au cours du trimestre ayant pris fin le 30 septembre, en hausse par rapport aux 41,2 milliards \$ à pareille date l'an passé. Cette situation correspond davantage à celle d'avant la pandémie et aux niveaux médians à long terme. L'essor canadien s'explique en partie par l'exposition particulière du pays au marché des actifs corporels bénéficiant d'une tarification supérieure et d'une demande croissante.

Le retour des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) pourrait également signaler la renaissance de la confiance dans les marchés des capitaux. En 2023, le nombre de PAPE a été modeste. À la fin de septembre, 120 PAPE s'étaient concrétisés aux États-Unis contre 163 à pareille date l'année précédente. Et ce n'est pas uniquement le volume de PAPE qui a diminué, c'est aussi leur taille qui s'est allégée jusqu'au mois de septembre, mois pendant lequel on a pu observer l'entrée en scène de quelques entreprises plus grandes et mieux connues. Arm Holdings PLC (NASDAQ : ARM), Instacart (NASDAQ : CART) et Klaviyo Inc. (NYSE : KVYO) ont toutes fait leurs entrées en bourse en septembre. Les réactions initiales, énergiques, ont été suivies de quelques balbutiements à mesure que le prix des parts s'approchait ou s'éloignait de celui du PAPE. Les banquiers, les aspirants émetteurs et les

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 - Deals Intelligence

³ Source : Reuters (<https://www.reuters.com/markets/deals/canada-ma-volumes-rise-dealmakers-cautious-about-near-term-pickup-2023-10-05/>)

sociétés de capital-investissement en quête d'opportunités de sortie vont surveiller de près la réaction du marché à ces PAPE, et jauger si celui-ci les invite à se joindre à lui.

À l'instar du marché des F&A — où l'écart entre les attentes de l'acheteur et du vendeur en matière de valeur est un facteur déterminant pour la conclusion de l'entente, en vue de laquelle les vendeurs doivent généralement se résoudre à une baisse de la valeur —, le marché des PAPE signale qu'une semblable réduction est nécessaire si l'on veut attirer les acheteurs. Le PAPE d'Instacart a récolté 660 millions \$, ce qui établit la valeur de l'entreprise à environ 10 milliards \$ et en fait l'une des plus grands PAPE de l'année. Toutefois, cela ne représente qu'une fraction de la valeur de 39 milliards \$ fixée lors d'une levée de fonds en 2021. Dans ce nouvel environnement boursier où la rentabilité, le pouvoir de tarification et la croissance continuent plus que tout autre facteur, ceux qui vendent une entreprise — que ce soit à un acquéreur par le biais d'une F&A ou en offrant sur le marché public des parts à de nouveaux investisseurs par le biais d'un PAPE — doivent avoir des attentes réalistes. Dans le secteur des petites capitalisations au Canada et aux États-Unis, nous avons suivi plusieurs négociations stratégiques où les vendeurs tenaient mordicus à des valeurs historiquement élevées et où les acheteurs accordaient trop d'importance dans leurs offres à la pire situation dans laquelle l'entreprise risquait de se retrouver. Ce fossé obstinément infranchissable entre les attentes des uns et des autres a fait échouer nombre d'ententes cette année. Cependant, ce fossé pourrait se combler à mesure que les porteurs de parts mécontents presseront les conseils de trouver le moyen de décadencer les valeurs et que les acheteurs mettront dans la balance le risque de payer le prix fort et celui de perdre un avantage concurrentiel. Nous constatons que les acheteurs et les vendeurs d'entreprises analysent et intègrent de nouveaux renseignements et de nouvelles données pour établir leurs attentes en matière de valeur. Par conséquent, il devrait y avoir de plus en plus d'occasions où l'équilibre sera atteint et une entente pourra être conclue.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Huit SAVS ont été liquidées en septembre et ont rendu 2,3 milliards \$ à leurs porteurs de parts.⁴ Comme aucune SAVS n'a fait son entrée en bourse, le capital détenu en fiducie par l'ensemble des SAVS a reculé à un peu plus de 24 milliards \$. Pour la première fois en plus d'un an, aucune SAVS n'a fait son entrée en bourse en septembre. C'est un contraste frappant par rapport à il y a tout juste deux ans où il était normal que des douzaines de SAVS lèvent des centaines de millions chaque mois. Au cours des trois premiers trimestres de 2023, 22 SAVS seulement sont entrées en bourse et ont récolté 2,8 milliards \$, une dégringolade de 95 % par rapport aux 613 SAVS qui avaient amassé 163 milliards \$ à l'apogée de la bulle des SAVS en 2021. Le nombre réduit de nouvelles SAVS signale le retour à un environnement plus normal pour l'industrie. En effet, le capital disponible aux SAVS et la demande pour ce capital de la part d'entreprises voulant entrer en bourse ont retrouvé leur équilibre. Étant donné que la fenêtre pour les PAPE semble vouloir s'ouvrir ce mois-ci, il se pourrait que plus d'entreprises privées n'ayant pas accès à un PAPE traditionnel ou à une

⁴ <https://www.spacresearch.com/>



offre publique directe cherchent à fusionner avec une SAVS pour entrer en bourse. Bien que l'exposition du Fonds aux SAVS se compte désormais sur les doigts d'une main, le retour à un marché plus équilibré devrait signifier que les nouveaux PAPE de SAVS offriront au Fonds des occasions d'arbitrage intéressantes et d'investissements potentiels.

À la fin de septembre, il y avait sur le marché un peu moins de 330 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 24 milliards \$, et moins de 171 d'entre elles cherchaient une cible. Toujours à la fin de septembre 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 4,6 %.⁵ 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 équivalant 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

En septembre, le Fonds a pris 14 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et cinq des ententes de fusion qu'il détenait ont été conclues. L'activité en matière d'ententes est restée appréciable en septembre, touchant à une multitude de secteurs et d'industries et comportant un mélange salubre de transactions stratégiquement et financièrement motivées. L'un des nouveaux accords ajoutés au portefeuille ce mois-ci est un actif du Fonds d'obligations de sociétés Pender, Intercept Pharmaceuticals Inc. (NASDAQ : ICPT), qui a été acquis par une pharmaceutique italienne, Alfasigma S.p.A. Les écarts en arbitrage sur fusion sont encore larges et plusieurs ententes à petite capitalisation se négocient à des écarts attrayants. 2023 a été une année difficile pour les investisseurs en arbitrage sur fusion. Mais la reprise de l'activité de F&A, particulièrement dans l'arène des petites entreprises, l'élargissement des écarts en arbitrage sur fusion et la courte durée de la stratégie nous semblent autant de signes annonçant l'avènement d'un contexte favorable pour de futurs rendements.

À la fin de septembre dernier, le Fonds dénombrait 41 placements dans des accords mettant en jeu des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 32 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. L'un des grands avantages que nous tirons à privilégier les fusions de PME est le suivant : nous pouvons compter sur le flux de transactions organiques des portefeuilles d'actions de Pender ainsi que sur l'information, l'analyse et le savoir-faire de Pender quant à l'exécution de transactions dans ce domaine. Nous en avons eu la démonstration ce mois-ci quand le Fonds a pris une position dans Avantax Inc. (NASDAQ : AVTA) qui était un actif du Fonds alternatif de situations spéciales Pender (FASSP). Avantax, une société de conseil en investissement enregistrée, a vendu une importante composante en logiciel fiscal de son entreprise en novembre 2022, et le reste de ses affaires s'est retrouvé à occuper une position moins importante dans une industrie qui a connu une consolidation notable. Le FASSP a pris une position dans l'entreprise cet été alors qu'un investisseur activiste la

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



poussait à examiner des stratégies alternatives, dont la vente. L'analyse de Pender a révélé qu'un rachat était fort possible en raison d'une valeur sur le marché privé nettement au-dessus du prix des parts à ce moment-là. Le 11 septembre 2023, Avantax a annoncé avoir accepté l'offre d'acquisition déposée par Cetera Financial Group, une société de logiciels de gestion du patrimoine, pour 26 \$ la part. Nous avons pu mettre rapidement à jour nos recherches et notre analyse portant sur cette entreprise et déduire que l'entente en était une d'excellente qualité, qu'elle avait le potentiel de se concrétiser plus rapidement que prévu par la direction et de produire des rendements intéressants.

Perspectives

Septembre a été marqué par le regain des rendements des obligations de l'État et des pressions additionnelles sur le marché des actions qui a décliné considérablement au cours du mois. Le seul secteur qui a fait montre d'une force invincible a été celui de l'énergie qui, avec les prix en hausse du pétrole et de l'essence, a alimenté les pressions inflationnistes. La remontée mesurable des bons du Trésor à long terme indique que le marché a enfin compris que les banques centrales vont garder les taux élevés pendant encore un bon moment et que la première baisse pourrait avoir lieu plus tard qu'on aimerait. Dans un environnement empreint d'incertitude, la diversification du portefeuille et les placements non corrélés constituent une stratégie avisée.

Le marché allergique au risque de septembre a entraîné le déclin du prix des actions, surtout parmi les petites entreprises, et du coup l'élargissement de la disparité déjà importante entre leur valeur et celle des grandes entreprises. Avec ce décalage grandissant entre la valeur du marché et la valeur intrinsèque, nous croyons que les conditions sont mûres pour que l'activité de F&A redouble dans l'arène des petites entreprises où les porteurs de parts frustrés accueillent plus favorablement les offres supérieures au cours actuel sur le marché. Contrairement aux grandes et très grandes sociétés, les entreprises à petite capitalisation bénéficient d'un imposant bassin d'acheteurs comprenant les acheteurs stratégiques, les rachats par la direction, les fonds de capital-investissement, les fonds de retraite, les fonds souverains et les consolidateurs du secteur. Le marché cible des petites entreprises est habituellement intérieur ou transfrontalier, ce qui est une caractéristique non négligeable dans un contexte d'incertitude géopolitique qui pousse les gouvernements à promouvoir le rapatriement de l'approvisionnement. Bien que les conditions financières restent difficiles, pour nombre d'acheteurs, le financement des petites acquisitions est beaucoup plus facile et les options plus souples. Compte tenu de ces conditions, nous croyons que les ententes à petite capitalisation vont se multiplier et devenir pour le Fonds une source extrêmement intéressante d'occasions.

Amar Pandya, CFA

20 octobre 2023

