

## Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de 1,2 %<sup>1</sup> en octobre 2023.

### Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 2,4 billions \$ au cours des 10 premiers mois de 2023, ce qui représente une baisse de 20 % par rapport à pareille date l'an passé<sup>2</sup>. Elles ont cependant rebondi en octobre, mois au cours duquel on a annoncé 319 milliards \$ de transactions à travers le monde, soit un sommet en 17 mois. Deux mégaententes dans le secteur de l'énergie ont mené cette remontée. ExxonMobil Corporation (NYSE : XOM) a annoncé l'acquisition de Pioneer Natural Resources Company (NYSE : PXD) moyennant 60 milliards \$. Peu après, on a appris l'acquisition de Hess Corporation (NYSE : HES) par Chevron Corporation (NYSE : CVX) en contrepartie de 53 milliards \$. Considérant qu'avec octobre, les transactions en matière de F&A ont augmenté sur une période de trois mois, alors que cette année elles ont baissé comme jamais depuis des années, il se pourrait que nous nous trouvions à un point d'inflexion à partir duquel elles se multiplieront.

En dépit des mégaententes de fusion qui ont été annoncées en octobre, la quantité d'accords majeurs à capitalisation de plus de 5 milliards \$ demeure maigre. En effet, 62 transactions ont été communiquées au cours des 10 premiers mois de l'année, soit le total le plus faible depuis 2013<sup>3</sup>. Cela est attribuable à l'environnement réglementaire hostile dont les politiques et l'application plus agressives aux États-Unis sont venues accentuer le risque associé aux ententes de plus grande taille. Les taux d'intérêt élevés et les conditions de crédit plus sévères ont aussi eu des conséquences sur le financement de ces ententes plus substantielles, dont le nombre ayant bénéficié du soutien du capital-investissement a dégringolé de 39 % par rapport à pareille date l'an passé. Les problèmes rencontrés par les achats à effet de levier, plus sensibles aux taux d'intérêt, contrastent avec les conditions favorables pour les marchandises et les actifs tangibles, conditions dues au fait que les secteurs de l'énergie et de l'électricité ont été les meneurs des activités mondiales de F&A jusqu'en octobre de cette année.

### Mise à jour sur le marché des SAVS

Six SAVS ont été liquidées en octobre et ont rendu 1,7 milliard \$ à leurs porteurs de parts.<sup>4</sup> Deux SAVS ont fait leur introduction en bourse, et le capital détenu en fiducie par l'ensemble des SAVS a reculé à 22,6 milliards \$. Bien qu'il y ait sur le marché un nombre significatif de SAVS matures et actives en quête de cible, le marché (et l'histoire récente) nous portent à croire que peu d'entre elles trouveront une cible avec laquelle fusionner. De ce fait, leurs

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Source : Refinitiv - Deals Intelligence

<sup>3</sup> <https://uk.finance.yahoo.com/news/oil-mega-deals-lift-october-141350554.html>

<sup>4</sup> <https://www.spacresearch.com/>

porteurs de parts doivent s'attendre à ce que le capital détenu par ces sociétés leur soit retourné par liquidation ou rachat. Le marché obstinément en baisse des SAVS matures contraste avec celui des PAPE pour les nouvelles SAVS, où un soutien marqué et une forte demande invitent à investir avec les promoteurs cherchant à créer une telle société. Lorsque la bulle des SAVS a éclaté à la fin de 2021 et en 2022, la structure des nouvelles émissions a été enrichie par des durées plus courtes, l'utilisation par les promoteurs de leurs propres fonds pour surfinancer les comptes fiduciaires, ce qui a amélioré les rendements d'arbitrage, et par d'autres incitatifs offerts aux investisseurs. En raison de la récente popularité des PAPE venant des SAVS, certains de ces bénéficiaires ont été retirés. Toutefois, ce retrait est compensé par les taux d'intérêt élevés que touchent les investisseurs sur le capital détenu en fiducie. À la lumière des taux de rendement plus faibles tirés des liquidations et des rachats de SAVS matures, le Fonds a réduit son exposition à cette forme de placement sous la barre des 5 %. Le secteur des SAVS est en train de retrouver son équilibre et il se pourrait que la demande en capital pour ces sociétés augmente au cours des prochains trimestres. Par conséquent, les PAPE des nouvelles SAVS ont le potentiel de représenter des investissements sur arbitrage intéressants, situation que nous allons suivre de près.

À la fin d'octobre, il y avait sur le marché 321 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 22,6 milliards \$, et 158 d'entre elles cherchaient une cible. Toujours à la fin d'octobre 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 4,95 %.<sup>5</sup> 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

Octobre a été un mois épineux pour le Fonds. Sa performance a subi les contrecoups de la baisse généralisée sur le marché des actions, de l'écart croissant de plusieurs avoirs et de l'annulation de deux ententes. Ce mois a cependant été le plus effervescent depuis des années dans l'arène des F&A. Le Fonds en a profité pour prendre 23 positions dans des ententes nouvellement ou antérieurement annoncées, et 20 des ententes de fusion qu'il détenait ont été conclues au cours du mois. L'année 2023 demeure l'une des plus problématiques des deux dernières décennies en matière d'arbitrage sur fusion. En effet, l'environnement réglementaire hostile, la hausse rapide des taux d'intérêt et les conditions de crédit plus strictes se répercutent sur le nombre d'ententes de fusions actives et le risque qui leur est associé. Les écarts en matière d'arbitrage sur fusion restent importants. Le marché est en encore en train de s'adapter aux changements réglementaires, et ce risque est évidemment pris en compte dans le prix des nouveaux accords de fusion. Nous avons remarqué que l'activité des F&A à petites capitalisations se fait par à-coups. Il est

---

<sup>5</sup> <https://www.spacinsider.com/>



possible qu'un élan soutenu de l'activité de cette part du marché agisse comme vent arrière pour le fond. À la fin d'octobre 2023, le Fonds dénombrait 46 placements dans des ententes de moins de 2 milliards \$, 40 d'entre elles affichant une valeur inférieure à 1 milliard \$.

L'annulation de l'acquisition de Velan Inc. (TSX : VLN) par Flowserve Corporation (NYSE : FLS) a été un important trouble-fête pour le Fonds ce mois-ci. Nous avons parlé dans notre commentaire d'août du risque élevé que présentait cet accord de fusion. L'entreprise, qui tirait 25 % de son revenu de la France, devait obtenir l'aval des régulateurs français pour le compléter. L'acquisition de ce manufacturier de robinetterie industrielle et de purgeurs s'est donc trouvée embourbée dans des considérations politiques, car les élus français refusaient que Velan, qui fournit du matériel à l'armée française, tombe entre des mains américaines. Nous avons réduit notre participation dans l'entente tout en y maintenant une position. En effet, l'acquéreur semblait désireux de faire des concessions et de trouver une issue propre à rassurer le gouvernement français au moyen d'exclusions, d'une supervision gouvernementale et d'une participation minoritaire, entre autres. À notre avis, si les Français tenaient à ce que la partie la plus sensible de l'entreprise en matière de sécurité nationale demeure chez eux, la solution la plus logique consistait à opter pour l'exclusion au lieu de garder la société sous contrôle étranger (canadien). Mais aucune proposition n'a été retenue et le gouvernement français a mis fin à la transaction.

L'acquisition de Great Ajax Corp. (NYSE : AJX) par Ellington Financial Inc. (NYSE : EFC) a aussi été annulée ce mois-ci, mais par consentement mutuel. Les entreprises ont conjointement annoncé que leurs conseils avaient l'un comme l'autre décidé de mettre fin à l'accord. Il s'agit dans les deux cas de fiducies de placement immobilier hypothécaires, sensibles aux taux d'intérêt. Il semble qu'en raison de la volatilité des taux et de leurs activités respectives, l'entente ait perdu de son intérêt pour les deux parties depuis l'annonce initiale. La rupture d'un accord est le principal risque en stratégie d'arbitrage sur fusion, et notre analyse de ce risque sert principalement à éviter et minimiser les conséquences d'une telle rupture. Dans certains cas, le risque est connu. On peut donc l'évaluer et lui assigner un pourcentage précis de probabilité. Dans d'autres cas, le risque est inconnu et imprévisible. Nous procédons à une évaluation et à une vérification rigoureuses afin de déterminer quel est le risque inhérent à l'entente et cette analyse est constamment mise à jour à mesure que de nouvelles informations nous parviennent. Nous allons continuer à faire en sorte de minimiser les répercussions d'une rupture tout comme nous l'avons fait pour les plus de 370 ententes dans lesquelles le Fonds a investi depuis sa création.

Nous avons déjà discuté des multiples rebondissements de la fusion de Sculptor Capital Management Inc. (NYSE : SCU). Le fonds spéculatif, qui faisait l'objet d'une offre d'achat de la part de Rithm Capital Corp. (NYSE : RITM), a dû affronter l'adversité de son fondateur, Daniel Och, et reçu une proposition concurrente d'un groupe de gestionnaires de fonds spéculatifs incluant Bill Ackman. Au cours des derniers mois, les diverses parties ont remué beaucoup de boue. Le conseil a rejeté la proposition concurrente jugée plus risquée, il y a eu une pléthore d'actions en justice, d'attaques personnelles et de lettres acrimonieuses. Au bout du compte, l'offre de Rithm a été bonifiée de près de 14 %, passant de 11,15 \$ à 12,70 \$, et avalisée par les principales personnes concernées, dont Daniel Och. Elle devrait être

officialisée en novembre. Les guerres de surenchère et les suroffres pour des entreprises qui détiennent déjà un accord de fusion final, ce que nous aimons appelé du « bumpitragage », peuvent devenir une généreuse source de revenus 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.

Il y a eu récemment une légère hausse de l'activité de F&A pour les petites entreprises québécoises. Ainsi, H2O Innovation Inc. (TSX : HEO), Opsens Inc. (TSX : OPS) et LOGISTEC Corporation (TSX : LGT.B) ont toutes annoncé ce mois-ci des offres d'achat dans une variété d'industries allant du traitement des eaux et des semi-conducteurs jusqu'aux terminaux maritimes. Tout indique qu'il y a un décalage grandissant entre la valeur du marché et la valeur intrinsèque de ces entreprises. 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. Les initiés ayant l'avantage de l'asymétrie d'information cherchent à tirer parti de cet environnement, et nous constatons que les pressions exercées sur les conseils afin qu'ils débloquent la valeur se multiplient. Étant donné l'importance du bassin d'acheteurs s'intéressant aux petites entreprises, les contraintes réglementaires moindres et l'accès plus facile au financement pour les accords plus humbles, il se pourrait que la vigoureuse activité de F&A qui existe dans La Belle Province se répande à travers le pays et le continent.

### Perspectives

Le mois d'octobre a été rude pour les marchés. Le S&P 500, le NASDAQ et le TSX ont perdu respectivement 2,20 %, 2,8 % et 3,4 % ce mois-ci à cause de la crainte d'une récession et des pressions exercées par les rendements obligataires croissants. Après un mois maussade marqué par la flambée des prix des bons du Trésor et la dérouté des marchés, on voit apparaître quelques signes encourageants tandis que l'inflation poursuit sa descente malgré la résilience obstinée du marché du travail. Les taux d'intérêt élevés et les conditions financières serrées atteignent leur but de réduire les dépenses des consommateurs, et les principaux indicateurs, comme le volume de fret, témoignent du déclin de la demande. Les banques centrales laissent entendre qu'un atterrissage en douceur est possible. Qu'elles aient raison ou que l'atterrissage soit raide, on peut à tout le moins se réjouir d'une meilleure prévisibilité quant aux taux d'intérêt qui pourraient, selon le consensus croissant, avoir enfin atteint leur apogée. Nous faisons preuve d'un optimisme prudent quant à l'évolution des F&A d'ici la fin de l'année, car les commentaires portant sur les gains des banques d'investissement indiquent que l'activité sur les marchés des capitaux a été misérable cette année et que la demande est modeste. Lorsque l'inflation nous préoccupera moins, que les taux d'intérêt se stabiliseront et commenceront à baisser, l'activité reprendra.

Comme le prouve la récente augmentation des F&A pour les petites sociétés canadiennes installées au Québec, les conditions demeurent propices aux F&A pour les petites capitalisations. L'année n'a pas été réjouissante pour ces entreprises. L'écart entre leur valeur et celle des grandes capitalisations a atteint un sommet historique, et la dérouté des actions en octobre a entraîné la chute de plus de 6,2 % du Russel 2000 ce mois-ci. Au cours



d'un mois comme octobre, avec les hausses de taux d'intérêt, l'incertitude grandissante et le repli sur le marché des actions, les ententes qui en sont encore au stade de la discussion ont plus de mal à se concrétiser. L'histoire nous a enseigné que les petites entreprises font mieux généralement que les plus grandes après une baisse importante du marché. À mesure que l'inflation diminuera et que les taux d'intérêt reculeront, il est fort possible que les petites capitalisations soient plus performantes, ce qui pourrait relancer les accords. Considérant que la valeur des petites sociétés de qualité est attrayante, que les vendeurs sont motivés, que les acheteurs jouissent de divers incitatifs et que les conditions de financement s'assouplissent, il ne reste plus qu'à savoir quand, et non pas si, plusieurs de ces entreprises seront acquises.

**Amar Pandya, CFA**

*21 novembre 2023*

