

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 1,0 %¹ en novembre 2023.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 2,56 billions \$ au cours des 11 premiers mois de 2023, ce qui représente une baisse de 21 % par rapport à pareille date l'an passé². En novembre, on a annoncé à travers le monde 217 milliards \$ de transactions de F&A, c'est-à-dire un tiers de moins qu'en octobre, soit le mois pendant lequel la valeur mensuelle des F&A a été la plus élevée depuis mai 2022. Bien que la valeur mondiale de l'activité en F&A ait baissé depuis 2022 et 2021 — une année record —, 2023 affiche néanmoins un volume d'ententes historiquement imposant, soit le troisième en importance jamais enregistré. Le secteur de l'énergie et de l'électricité continue de piloter l'activité avec ses 460 milliards \$ d'ententes annoncées cette année, ou 18 % du total, suivi par les secteurs des technologies, des soins de santé et des produits industriels. Les accords endossés par du capital-investissement ont reculé du tiers par rapport à l'an passé, passant de 24 % à 20 % de l'ensemble des F&A.

Selon les commentaires de divers banquiers et négociateurs, il y aurait un « énorme arriéré » dans l'activité de F&A, les projets de transactions dans les coulisses de plusieurs entreprises touchant maintenant leur plus haut niveau à vie³. Nombre d'acheteurs et de vendeurs attendaient sur la ligne de touche que la prévisibilité et le contexte s'améliorent avant de s'engager dans des accords. Bien que la baisse des taux contribuera certainement à stimuler l'activité de F&A, leur stabilité pourrait suffire à ce que les ententes franchissent le pas, car un grand nombre de celles-ci sont en suspens. En effet, l'activité a été mise sur pause au cours de ce cycle de resserrement qui a vu une hausse rapide des taux d'intérêt, ce qui a mis les bâtons dans les roues des F&A. Comme les conditions s'améliorent, des éléments catalyseurs prennent forme dans notre univers de petites entreprises où se trouve un fort potentiel de F&A en attente. Plusieurs facteurs avantageux participent à la création d'un environnement propice aux ententes : une meilleure prévisibilité quant à l'évolution des taux d'intérêt, des billions de dollars en train de moisir dans les coffres du capital-investissement, la grande dispersion dans la valeur des actions, des porteurs de parts motivés, des tendances comme l'électrification et l'IA, le rapatriement de la production, de même que le contexte géopolitique hostile.

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 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-12-06/moelis-sees-huge-backlog-of-deals-after-fed-s-rate-hike-regime>

Mise à jour sur le marché des SAVS

Neuf SAVS ont été liquidées en novembre et ont rendu 3,1 milliards \$ à leurs porteurs de parts⁴. Les PAPE de quatre SAVS ont récolté 600 millions \$. La somme totale du capital entiercé par toutes les SAVS n'est plus que de 20 milliards \$ et elle poursuit sa descente, car la plupart des SAVS n'ont pas trouvé de cible avec laquelle fusionner et elles ont dû être liquidées ou rembourser leurs capitaux détenus en fiducie. Au cours des deux dernières années, nous avons abondamment parlé de la piètre performance en matière d'aboutissement des SAVS (ou de De-SPACS c'est-à-dire de SAVS s'étant fusionnées avec une entreprise privée). La plupart d'entre elles ont très mal performé sur le marché et plusieurs ont fait faillite peu après leur fusion. Biais de survivant, mais aussi la preuve que toutes les SAVS ne sont pas des investissements regrettables, on observe depuis quelque temps qu'un nombre croissant de De-SPACS reçoivent des offres d'achat et redeviennent privées, à un prix notablement plus élevé que celui de leur PAPE. Ainsi, ont été acquises POINT Biopharma Global Inc. (NASDAQ : PNT), Hammerhead Energy Inc. (TSX : HHRS), Rover Group Inc. (NASDAQ : ROVR) et Cerevel Therapeutics Holdings Inc. (NASDAQ : CERE) qui étaient toutes des De-SPACS ayant reçu des offres supérieures au prix de leurs PAPE initiales. Le capital détenu au sein de l'industrie des SAVS a chuté de plus de 80 % depuis le début de l'année et on prévoit qu'un autre 80 % de sa valeur actuelle arrivera à l'échéance l'an prochain. À mesure que le secteur des SAVS redevient équilibré et que la demande en capital pour ces sociétés devrait s'accroître, nous croyons fort possible que la qualité tant des promoteurs que des cibles augmente et fasse de l'arbitrage sur SAVS un investissement plus alléchant.

À la fin de novembre, il y avait sur le marché 304 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 20 milliards \$, et 157 d'entre elles cherchaient une cible. Toujours à la fin de novembre 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 6,68 %.⁵ L'arbitrage sur SAVS s'apparente à l'achat de bons du Trésor à escompte, et en ce moment, le rendement des SAVS est supérieur 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

Novembre a été un mois fort, mené tambour battant par la concrétisation de plusieurs ententes mettant en jeu certaines des plus importantes positions du Fonds. Des actifs phares du Fonds, dont Avantax Inc. (NASDAQ : AVTA), Avid Technology Inc. (NASDAQ : AVID), Polymet Mining Corp. (TSX : POM), Hersha Hospitality Trust (NYSE : HT) et Sculptor Capital Management Inc. (NYSE : SCU) font partie des 19 fusions ayant été conclues ce mois-là. À mesure que nous récoltons le produit de ces fusions, nous le redéployons activement dans de nouveaux accords de fusion en privilégiant ceux à petites capitalisations de grande qualité qui se négocient à de larges écarts et sont susceptibles de rapporter des

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



rendements intéressants. Le Fonds a pris des positions dans 11 nouvelles ententes en novembre.

Bien que notre priorité se porte sur l'arbitrage sur fusion, la fin de l'année a aussi coïncidé avec une montée dans les rachats et les liquidations de SAVS impliquant des rendements lucratifs. Bien que notre exposition à l'arbitrage sur SAVS se soit généralement maintenue très en deçà de la barre des 10 % au cours des derniers trimestres, nous avons ajouté quelques nouvelles positions dans ces sociétés, ce qui a temporairement fait grimper notre exposition vers les 10 %.

Contrairement à ce qui se passe sur le marché des obligations, dont les rendements ont été évalués à la baisse en vue de la possible réduction des taux en 2024, les écarts en matière d'arbitrage sont toujours importants, ce qui constitue une occasion attrayante tant sur le plan relatif qu'absolu. En ce qui concerne directement notre Fonds, le fossé séparant les écarts pour les ententes de fusion à petites capitalisations et pour celles à très grandes capitalisations a rétréci, car plusieurs fusions à grandes et très grandes capitalisations ont été parachevées ces derniers mois. Cette évolution instaure un climat favorable pour nos 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 de novembre 2023, le Fonds dénombrait 37 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 31 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Le père Noël a distribué ses cadeaux plutôt cette année. Le sentiment du marché s'est retourné ce qui a provoqué un grand mouvement. Après trois mois de déclin, les marchés boursiers ont fortement rebondi. Le S&P 500 a progressé de 9,1 %, le NASDAQ de 10,7 % et le TSX de 7,1 %. Il s'agit du gain mensuel le plus imposant en trois ans. La BDC et la Fed ayant laissé entendre que les taux avaient probablement atteint leur sommet pour le cycle actuel et les données sur l'inflation suggérant que les taux pourraient baisser plus que prévu en 2024, les investisseurs ont repris confiance et ont poussé le marché vers le haut. Le contraste avec 2022 est saisissant : à la fin de l'année, le marché, déjà à genoux, avait été renversé par les ventes à perte à des fins fiscales. Tandis que les investisseurs passent de la peur à l'appât du gain et que les baisses de taux sont prises en compte dans les prix sur le marché, l'évolution des marchés et des taux d'intérêt reste imprévisible et les attentes élevées influencent les prix. La hausse de novembre a fait grimper les prix à la fois des actions et des titres à revenu fixe et a créé une plus grande corrélation entre ces deux catégories d'actifs phares. Considérant que la corrélation entre les actions et les obligations risque de s'amplifier, comme ce fut le cas en 2022 quand ces deux catégories d'actifs ont vu leurs valeurs dégringoler, une stratégie alternative, non corrélée et axée sur des événements, telle que l'arbitrage sur fusion, peut s'avérer un excellent instrument de diversification dans un portefeuille.

L'inflexion positive et généralisée dans les prix des petites capitalisations qui a eu lieu en novembre pourrait être le catalyseur propre à déclencher une vague de F&A dans cette arène, étant donné la sous-performance longue de plusieurs mois et le fait que l'écart de valeur relatif aux grandes entreprises a atteint un sommet historique en octobre. Nous



avons déjà mentionné que le contexte est favorable aux F&A parce qu'il y a beaucoup de capital en réserve et que les conseils, les directions et les porteurs de parts des entreprises cibles sont motivés, encouragés et disposés à recevoir une entente. Un marché imprévisible, des conditions de financement sévères, des taux d'intérêt élevés et un décalage considérable entre le prix offert et le prix demandé sont autant de facteurs déterminants qui ont freiné l'activité de F&A cette année. À mesure que les conditions s'amélioreront, que les craintes quant aux taux d'intérêt s'apaiseront et que les valeurs sur le marché des actions s'apprécieront, il est probable que les acheteurs feront monter les enchères afin de ne pas passer à côté d'une acquisition fructueuse qui soit aussi une bonne affaire puisque plusieurs petites entreprises se négocient très en dessous de leur valeur intrinsèque. Les entreprises, les banquiers et les négociateurs que nous suivons et avec lesquels nous discutons croient que les F&A en suspens ont un potentiel considérable. Il va de soi que nous ferons en sorte que le Fonds tire avantage de la multiplication des ententes à petites et moyennes capitalisations.

Nous tenons à remercier tous nos clients et investisseurs de leur appui, et nous sommes impatients de vous servir en 2024. Joyeuses fêtes à vous et à votre famille, et nos meilleurs vœux pour la nouvelle année!

Amar Pandya, CFA

19 décembre 2023

