

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 0,9 %¹ en décembre, portant ainsi son cumul annuel pour 2023 à 1,3 %.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de fusion et acquisition (F&A) ont touché leur creux en dix ans en 2023 avec 2,9 billions \$ en ententes annoncées, ce qui représente un déclin de 17 % par rapport à l'année précédente². Ce ralentissement a duré une bonne partie de l'année au cours de laquelle les négociateurs se sont démenés contre l'inflation élevée, la hausse des taux d'intérêt, le contrôle accentué des autorités réglementaires et l'incertitude du marché. Cette année, les acheteurs issus du capital-investissement ont été nettement moins actifs, alors qu'ils avaient participé à près du quart de toutes les acquisitions au cours des deux années précédentes. Ce recul s'explique par le resserrement des conditions de financement et la hausse des taux d'intérêt qui ont freiné leur capacité à réaliser des achats par emprunt. Les entreprises des secteurs industriel et des marchandises ont profité d'une reprise des activités. En effet, l'inflation a avantaagé bon nombre de ces sociétés désireuses d'étendre leurs opérations afin d'améliorer leur efficacité. Le secteur de l'énergie s'est retrouvé en tête de cette activité de F&A avec l'annonce de plusieurs mégaententes de fusion au cours du second semestre, dont celles dans la région de schiste du bassin permien aux États-Unis qui ont dépassé les 100 milliards \$. Du côté du secteur des technologies, les F&A se sont amoindries, tant en volume qu'en valeur en 2023. Cependant, deux des plus imposants accords de fusion de l'année — l'acquisition d'Activision Blizzard Inc. par Microsoft Corp. (NASDAQ : MSFT) moyennant 69 milliards \$ et celle de VMware Inc. par Broadcom Inc. (NASDAQ : AVGO) en contrepartie de 61 milliards \$ — ont été finalisées avec succès. Des accords stratégiques et financiers continuent de se conclure dans ce secteur. On a également constaté une reprise des affaires de F&A dans le secteur des soins de la santé avec l'annonce de douzaines d'ententes de fusion entre entreprises biotechnologiques et pharmaceutiques. Les plus grands fabricants de médicaments devront composer au cours des dix prochaines années avec un manque patent de brevets, aussi sont-ils fortement motivés à renflouer et à étendre leurs portefeuilles de médicaments sous brevets. Dans l'ensemble, 2023 a été une année remplie de défis pour les F&A et l'arbitrage sur fusion qui ont dû affronter plusieurs contretemps en matière d'activité et de finalisation des accords. Néanmoins, étant donné la reprise marquée du quatrième trimestre, il y a tout lieu d'être optimiste quant à l'avenir des F&A en 2024.

En 2023, les négociateurs se sont adaptés au contexte plus difficile pour les F&A en ayant recours à des ententes plus structurées afin de faire contrepois aux risques. Cela

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

comprend l'utilisation accrue de clause d'indexation sur les bénéfices futurs, de droits à valeur conditionnelle, d'exclusions et de scissions. Par ailleurs, de plus en plus d'ententes sont élaborées de manière à se faire en contrepartie d'une part ou de la totalité des actions et non uniquement d'espèces. En règle générale, l'acquéreur opte pour une transaction en espèces lorsqu'il a assez de liquidités, ou dispose d'un accès au financement, qu'il est prêt à assumer tous les risques inhérents à une fusion et qu'il est convaincu que cette acquisition lui permettra de concrétiser des synergies ou des objectifs stratégiques. Comme le resserrement des conditions de financement et le contexte se prêtent davantage aux acquisitions visant la croissance dans des industries plus traditionnelles et à forte intensité du capital, on a assisté à la multiplication d'ententes annoncées faites en contrepartie d'actions, de sorte que les risques (et les gains potentiels) sont partagés avec les actionnaires de l'entreprise ciblée. Cette année, l'activité de F&A a décliné du côté des sociétés de capital-investissement (CI). D'une part, les conditions de financement plus strictes ont réduit le budget des achats par emprunt, et d'autre part les vendeurs, encore attachés à des valeurs supérieures, se sont montrés peu désireux de vendre à moindre prix. Les sociétés de CI ont trouvé une façon de continuer à réaliser des ententes malgré les taux élevés en se portant acquéreurs d'intérêts minoritaires dans les entreprises. Elles conservaient ainsi du capital puisque le montant de l'investissement était moindre, et cela permettait aux actionnaires de l'entreprise cible de recevoir de l'argent tout en gardant une participation advenant une reprise du cours. Bien que les acheteurs publics et les sociétés de CI aient fait preuve d'imagination cette année et que de nouveaux joueurs soient venus fournir le financement nécessaire aux ententes, les nombreux contretemps qu'ont affrontés les négociateurs en 2023 ont recalé l'activité mondiale en matière d'ententes à ses plus bas niveaux de la décennie.

À mesure que l'inflation ralentit, que les attentes quant aux taux d'intérêt diminuent et que les entreprises s'adaptent au contexte postpandémique, ce qui s'est opposé à l'activité de F&A en 2023 cède place à un vent arrière propre à la renforcer en 2024. Soutenu par un nouvel optimisme, le marché des actions, qui avait été volatil pendant presque toute l'année, a rebondi vers la fin de l'année et atteint de nouveaux sommets. À la lumière de la conjoncture géopolitique et économique incertaine, les entreprises avisées sont en quête d'occasions susceptibles d'assurer leur croissance future et de leur procurer les technologies et les capacités requises pour faire concurrence et éviter les perturbations.

Les divers facteurs qui ont frappé les marchés et la croissance qui était prévue en 2023 ont fait naître un environnement sur lequel a régné une forte divergence d'opinions quant à la valeur d'une entreprise, ce qui complique la tâche des vendeurs et des acheteurs quand vient le temps de s'entendre sur un prix. Selon les banques d'investissement et les négociateurs, outre le financement plus contraignant et plus coûteux, l'écart entre l'offre des acheteurs et la demande des vendeurs a été l'un des principaux obstacles à la réalisation des ententes l'an passé. Alors que les cours des actions se relèvent de leur effondrement tout en demeurant sous la valeur intrinsèque, les acheteurs et les vendeurs devraient parvenir à s'entendre sur le prix et ainsi conclure de plus en plus d'accords de fusion. Plusieurs acheteurs issus du CI sont restés sur la ligne de touche l'an passé même si



des billions de dollars attendaient dans leurs coffres d'être investis dans des acquisitions. Bien que ces sociétés de CI se soient abstenues de s'engager dans des ententes alors que les taux d'intérêt étaient au plus haut, plusieurs arrivent à la fin de leur période d'investissement, ce qui ajoute de la pression sur leurs épaules. Les sociétés de CI ne récoltent pas de frais jusqu'à ce que le capital soit appelé et déployé. Elles sont donc fortement motivées à nouer des ententes, et comme les conditions de financement s'améliorent, il ne reste plus qu'à savoir quand, et non pas si, ces accords auront lieu. Si l'on tient compte d'une multitude de facteurs et du fait qu'on croit de plus en plus que les F&A devraient augmenter en présence des mesures incitatives appropriées et des conditions actuelles, tout concourt à ce que les accords repartent de plus belle.

Mise à jour sur le marché des SAVS

En 2023, l'industrie des SAVS a poursuivi sa descente jusqu'à atteindre des niveaux comparables en étendue et en ampleur à ceux d'avant la pandémie. Le nombre de SAVS en suspens est passé de 535 au début de l'année à 271, et la valeur qu'elles détenaient a chuté de 116 milliards \$ à tout juste 18 milliards \$ à la fin de l'année³. En décembre seulement, 19 SAVS ont été liquidées et ont rendu 5,3 milliards \$ aux porteurs de parts, et les 200 millions \$ obtenus par les PAPE de 3 SAVS n'ont guère fait contrepoids. Sur les 271 SAVS actives sur le marché en ce moment, près de la moitié s'y trouvent depuis longtemps et leur date d'échéance initiale a fait l'objet de plusieurs prorogations et cycles de rappel, de sorte que leur valeur fiduciaire ne représente plus qu'une fraction du montant recueilli à l'origine. Sachant qu'une nouvelle SAVS bien capitalisée a de nombreux défis à relever pour trouver une cible et conclure une fusion, nous prévoyons qu'une majorité de ces SAVS prorogées finiront par être liquidées et par rendre le solde du capital détenu en fiducie à leurs porteurs de parts.

En dehors de l'arbitrage, les SAVS ont acquis et amplement renforcé la réputation d'être de piètres instruments d'investissements. Sur le plan de l'arbitrage, les SAVS sont un investissement peu risqué en raison de leur structure. Cependant, cette même structure donne aux promoteurs des avantages asymétriques en matière d'information, de vote et d'économie, et ce aux dépens et souvent au détriment des porteurs de parts. Étant donné qu'une SAVS qui a réussi peut être très lucrative pour le promoteur (il conserve habituellement de 20 % à 25 % des enjeux de la SAVS), celui-ci a toutes les raisons du monde de conclure une entente de fusion, laquelle n'est pas toujours avantageuse pour les porteurs de parts publics. Pendant la bulle des SAVS en 2020 et 2021, le marché spéculatif était florissant et le capital abondait, et les SAVS sont devenus des investissements spéculatifs convoités. Mais lorsque le marché s'est retourné, la plupart des SAVS ne sont pas parvenues à se trouver une cible et à se fusionner. Tout cela s'est soldé par une vague de liquidations pendant 2022 et 2023. Parmi les SAVS ayant trouvé une cible et achevé une fusion, au moins 21 ont fait faillite en 2023 et plusieurs autres ont dû obtenir du financement

³ <https://www.spacresearch.com/>



pour poursuivre leurs opérations⁴. Le secteur des SAVS a commencé 2024 en meilleure position. En effet, le capital détenu par les SAVS et la demande pour ce capital de la part de quelques entreprises privées cherchant à se fusionner avec une SAVS frôlent l'équilibre. Comme l'achat d'une SAVS est effectivement similaire à l'achat à escompte d'un bon du trésor et d'une option d'achat, la valeur de cette dernière devrait augmenter dans un contexte plus équilibré. Le rétablissement des SAVS n'en est qu'à ses débuts, et le nombre de SAVS en suspens devrait continuer de baisser à mesure que les plus anciennes seront liquidées. Au cours de 2024, de nouvelles SAVS auront probablement l'occasion de se former et nous suivrons de près la situation.

À la fin de décembre, il y avait sur le marché 271 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 18 milliards \$, et 157 d'entre elles cherchaient une cible. Toujours à la fin de décembre 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 6,64 %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

Décembre a été fort occupé pour le Fonds, car plusieurs ententes de fusions ont été finalisées vers la fin de l'année. Le Fonds a ainsi récolté le produit de ces ententes et il a pu profiter des occasions créées par la hausse des ententes annoncées pour aussitôt le réinvestir. Dix-neuf des accords de fusion détenus par le Fonds ont été conclus ce mois-là, et le Fonds a pris des positions dans 19 nouvelles ententes. Le nombre d'ententes de fusion détenues par le Fonds qui se sont faites en contrepartie d'actions (en partie ou en entier) a nettement augmenté. Dans la plupart des cas, ces accords de fusion ont l'avantage de fournir un portage positif (nous recevons sur une position compensatoire longue de moindre importance le revenu d'intérêts associé à l'exposition nette d'une position courte à faible coût), un bénéfice non négligeable dans un contexte où les taux d'intérêt sont élevés. Nous constatons aussi que les entreprises annoncent de nouvelles ententes de fusion assorties d'échéanciers plus longs. Bien que ces échéances plus lointaines soient dues au fait que les gestionnaires, échaudés par les contrôles réglementaires sévères de 2023, se montrent plus prudents, elles sont aussi appliquées à un vaste sous-ensemble d'accords peu exposés aux rebuffades régulatrices. À notre avis, cela engendre des occasions à bas prix au sein desquelles plusieurs de ces ententes pourraient fort bien se conclure plus rapidement que ne le prévoit le marché et dégager un rendement plus élevé du fait de cette durée abrégée. Nous suivons attentivement plusieurs de ces fusions anticipées et ajoutons judicieusement des expositions dont nous croyons que le prix du risque associé à la durée a été mal évalué.

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-12-27/spac-mania-s-ugly-end-yields-46-billion-of-investor-losses>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



Vers la fin de l'année, le nombre de prorogations quant à la date de rappel des SAVS s'est multiplié, et le Fonds en a tiré avantage bien que la pondération du Fonds en matière de SAVS demeure tout en bas des deux chiffres. Nous pourrions chercher à accroître notre participation dans les PAPE de SAVS en 2024. Nous avons constaté que certaines des plus récentes ont été sursouscrites à cause des facteurs que nous avons mentionnés dans notre mise à jour sur le marché des SAVS ci-dessus. Nous continuons à cibler des ententes de fusion à petite et moyenne capitalisations qui tendent davantage à être évaluées à la baisse et dont le risque inhérent est moindre. Historiquement, plusieurs de nos positions les plus considérables ayant dégagé les rendements les plus importants étaient des acquisitions d'entreprises cibles figurant dans les portefeuilles d'actions de Pender. Nous croyons que l'industrie des sociétés à petite capitalisation dans laquelle se trouve l'univers des titres de Pender est mûre pour les F&A. L'appétit pour les petites entreprises et leurs risques gagne du terrain et plusieurs stratèges en matière de placement recommandent de porter attention à cette catégorie d'investissement en 2024. Les acquéreurs qui s'intéressent de près à l'acquisition d'une petite entreprise cible et veulent clore la transaction avant la remontée des valeurs ne pourront faire fi d'une telle occasion. Il est encore tôt et les marchés demeurent imprévisibles, mais nous croyons que les F&A à petite capitalisation ont du potentiel. À la fin de décembre 2023, le Fonds dénombrait 33 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, 26 d'entre elles affichant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

L'année 2023 a été difficile pour l'arbitrage sur fusion à cause du déclin de l'activité, mais aussi du contexte régulateur hostile qui a eu pour effet de prolonger les délais, d'augmenter les désistements et de réduire les guerres d'enchères. Les régulateurs, plus hostiles et politiquement motivés, ont employé de nouvelles qualifications du préjudice pour faire obstacle aux accords et montré un degré d'activisme sans précédent. Le risque, réel ou perçu, associé aux transactions a été rehaussé par les tensions géopolitiques grandissantes dues à la guerre entre l'Ukraine et la Russie, aux frictions avec la Chine, aux conflits au Moyen-Orient et par la sécurisation de l'approvisionnement et de l'énergie dans un monde postpandémique. Bien que la valeur des actions se soit redressée vers la fin de l'année, 2023 n'a pas été tendre pour le marché des actions. Aux États-Unis, le volume de PAPE a baissé de 15 % et l'activité de F&A de 11 %. Les négociations transactionnelles se sont retrouvées dans une impasse, les acheteurs et les vendeurs ayant des points de vue totalement opposés quant aux valeurs, et les ententes de fusion stratégique ont affiché leurs valeurs les plus faibles en 15 ans. Le contexte réglementaire exigeant a sapé la confiance des conseils d'administration et freiné la demande en matière de transactions transformantes. Même les fusions à petite capitalisation (ciblées par le Fonds) n'ont pas échappé au contrôle régulateur accentué et aux risques géopolitiques. Bien que ces éléments aient eu des répercussions sur les F&A et l'arbitrage sur fusion, la courte durée de la stratégie permet aux investisseurs de s'adapter très vite aux conditions du marché et de réévaluer le risque en fonction des facteurs de marché correspondants.



Nous entamons 2024 avec optimisme en ce qui a trait aux perspectives de F&A et d'arbitrage sur fusion. Du côté des ententes, les indications venant tous azimuts des banques d'investissement, des conseillers et des initiés semblent mettre en relief la robustesse des ententes de F&A à venir. La hausse boursière a redonné aux équipes de direction et aux conseils d'administration la confiance nécessaire pour réaliser des ententes, comme en témoigne le nombre croissant d'entreprises qui ont entamé des pourparlers. L'activisme des actionnaires s'accroît également, car ceux-ci, frustrés, souhaitent actualiser la valeur de leurs actions négociées à des prix fortement décotés par rapport à leur valeur intrinsèque. À l'approche de la saison des procurations, le moment est propice au remplacement des conseils d'administration inefficaces et, suivant le mécontentement accru des actionnaires, à l'arrivée d'acquéreurs opportunistes. Sur le plan des placements axés sur l'arbitrage, les occasions sont également attrayantes sachant que le taux de rendement des transactions d'arbitrage sur fusion s'établit à plus de 10 % en moyenne pour les ententes nord-américaines, que la prime réelle atteint des niveaux historiques et que l'écart par rapport aux obligations à rendement élevé est appréciable. Dans un milieu réglementaire plus hostile, les investisseurs en arbitrage, instruits par les précédents réglementaires de l'an passé, ont maintenant une meilleure idée des ententes qui seront prises à partie par les autorités. Après avoir enregistré une série de défaites, les autorités n'ont plus autant de ressources, ce qui limite le nombre d'ententes qu'elles pourront activement cibler. Donc, au vu des écarts prononcés, d'une plus grande visibilité pour évaluer les risques et d'un nombre potentiellement plus élevé d'ententes menées à bien, l'année 2024 pourrait se révéler très favorable aux produits d'arbitrage sur fusion.

Amar Pandya, CFA

17 janvier 2023

