

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 février 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED — l'indice d'arbitrage sur fusion (USD) —, a reculé de 0,2 % pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des fusions et acquisitions (F&A)

À la mi-mars, l'activité mondiale de F&A totalisait 630 milliards \$, une augmentation de 42 % par rapport à l'an passé, et elle continue de s'amplifier². L'Amérique du Nord constitue un terreau fertile pour l'activité de F&A qui, stimulée par un éventail d'ententes stratégiques, transfrontalières et endossées par du capital-risque, s'est rehaussée de 62 % par rapport à l'an passé. Sur le plan sectoriel, l'activité de F&A s'appuie sur une base plus large. En effet, les secteurs industriel, des soins de la santé et des matériaux, qui avaient été effervescents en 2023, le sont moins cette année tandis que d'autres prennent la relève et tirent parti d'une augmentation du nombre d'ententes. Aux États-Unis, le secteur de l'énergie a enchaîné plusieurs mégafusions, les plus grands producteurs cherchant à s'approprier les réserves des bassins de haute qualité comme le Bassin permien et à créer des synergies d'échelle. La situation a toutefois été plus calme au nord de la frontière. Les grands projets d'infrastructures énergétiques, dont le prolongement de l'oléoduc Trans Mountain et les travaux de LNG Canada, devraient être achevés cette année et ouvrir la porte à de nouveaux marchés. Par conséquent, les fusions pourraient connaître au Canada un essor comparable à celui des États-Unis.

Bien que l'année soit encore jeune, les attentes quant à un éventuel rebond en matière de fusions sont élevées. Morgan Stanley prévoit que cette activité s'amplifiera de 50 % cette année « si la confiance des entreprises revient et la croissance économique se maintient »³. Rappelons qu'en 2023, l'activité en matière de F&A a été à son plus bas en une décennie, car les négociateurs ont dû composer avec la hausse des taux d'intérêt, l'importante volatilité du marché et la crainte d'une récession. L'Amérique du Nord pourrait mener la charge des F&A à l'échelle mondiale et on s'attend à ce que les secteurs des soins de la santé, de l'immobilier, des produits de consommation de base et de la technologie soient les premiers à tirer profit de cette reprise. Le bilan des entreprises et les coffres des sociétés de capital-risque débordent de liquidités grâce aux écarts serrés des titres de qualité investissement et des obligations à rendement élevé qui sont une corne d'abondance en matière de capitaux. Il est fort probable que l'inflation variera au cours de l'année, mais on pense qu'elle s'essouffera cette année, ce qui alimente l'espoir que les coûts d'emprunt

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 Investment Banking Scorecard, Deal Intelligence | au 14 mars 2024

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-03-05/morgan-stanley-strategists-see-m-a-surg-ing-as-confidence-builds>

s'amourdiront. Les technologies en matière d'intelligence artificielle, des sciences de la vie et de l'énergie propre progressent à la vitesse de la lumière, et plusieurs chefs d'entreprise chercheront à augmenter leurs capacités en acquérant les compétences, le capital humain et la propriété intellectuelle des autres joueurs de l'industrie. Comme le marché est de plus en plus scindé par le fossé qui ne cesse de se creuser entre les méga entreprises technologiques et les autres, les bonnes affaires se multiplient et le regain de confiance pourrait agir comme catalyseur pour les acquisitions.

Mise à jour sur le marché des SAVS

L'industrie des SAVS a continué de se contracter en février avec la liquidation de quatre d'entre elles. Les PAPE de trois SAVS ont partiellement contrebalancé cette situation, mais n'ont réuni qu'à peine le tiers de la valeur des liquidations. Par ailleurs, 11 ententes ont été conclues au cours du mois et 11 autres fusions mettant en jeu des SAVS ont été annoncées. Le nombre de SAVS en suspens a décliné à 251, et leur valeur fiduciaire n'est plus que de 15,8 milliards \$. Du côté des PAPE, il y a eu plus d'activité cette année, puisque les conditions du marché se sont améliorées grâce à quelques PAPE fort attendues, y compris celles de Reddit, Shein et Panera Bread qui, espère-t-on, devraient être des fers de lance pour le marché. Si l'une de ces entreprises notables connaissait un début réussi, cela viendrait confirmer la vigueur du marché du capital et le fait qu'il y existe bel et bien un écart entre la valeur sur le marché privé et celle sur le marché public. Les SAVS qui veulent tirer avantage de cet écart de valeur peuvent utiliser leur réserve de capital pour transformer rapidement une société privée en entreprise boursière. Les nouvelles règles de la SEC ont nivelé le fossé séparant les fusions par SAVS et les PAPE d'entreprises privées souhaitant entrer en bourse, mais la rapidité et l'accès au capital caractérisant les SAVS dès les premières étapes du processus continuent d'être un avantage certain.

À la fin de février 2024, 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 6,30 %⁴. L'arbitrage sur SAVS s'apparente à l'achat de bons du Trésor à escompte, et en ce moment, le rendement des SAVS est semblable à celui des obligations de qualité investissement de sociétés américaines, mais avec un risque de crédit plus faible, une durée plus courte et des avantages fiscaux plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

Mise à jour sur le portefeuille

Après un début d'année lent, l'activité s'est nettement accélérée en février comme plusieurs des fusions détenues par le Fonds ont satisfait aux exigences préalables à leur concrétisation. Ainsi, il leur faut obtenir l'aval des porteurs de parts, un financement ferme et diverses approbations réglementaires. Habituellement, les écarts quant à l'arbitrage sur fusion se resserrent à mesure que ces exigences sont remplies. Parfois, l'écart demeure large jusqu'à l'obtention de l'ultime ou de la plus importante approbation, et la conclusion de la fusion est alors le catalyseur par lequel le Fonds réalise le gain inhérent à l'écart et peut déployer ce capital dans une nouvelle entente. L'activité au sein du Fonds reste vigoureuse

⁴ <https://www.spacinsider.com/>



et la part appréciable d'accords de fusion de grande qualité accessibles permet au Fonds de maintenir un portefeuille d'ententes intéressantes et d'investir dans de nouvelles. Les écarts quant à l'arbitrage sur fusion sont encore larges sur une base relative et absolue et, dans le contexte actuel, particulièrement alléchants en ce qui a trait aux obligations de qualité investissement et à rendement élevé. Sachant que l'activité des F&A a le potentiel de prendre son essor, nous croyons que les perspectives concernant l'arbitrage sur fusion et la performance du Fonds pour l'année sont des plus positives. Le Fonds a mis en place 12 positions dans de nouvelles ententes, et 11 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues au cours du mois.

Nous continuons d'observer que les acheteurs tant financiers que stratégiques s'activent sur le marché, signe évident que les investisseurs veulent exploiter les valeurs réduites des petites entreprises. Étant donné que la confiance des investisseurs et les valeurs remontent, les acheteurs doivent agir rapidement et agressivement s'ils veulent passer une entente avant que l'écart de valeur se rétrécisse davantage ou qu'un autre investisseur leur coupe l'herbe sous le pied. Par conséquent, il devrait y avoir plus de guerres d'enchères, car les acheteurs stratégiques disposant d'un potentiel synergétique plus important où les acheteurs financiers bénéficiant de coûts de capital moins élevés ont les moyens de rehausser l'offre existante.

Le Fonds a détenu l'une de ces ententes favorables au rendement du Fonds ce mois-ci. Osino Resources Corp. (TSXV : OSI) est une jeune société minière aurifère possédant une exploitation en Namibie. L'entreprise a fait savoir le 18 décembre 2023 qu'elle avait accepté d'être acquise par Dundee Precious Metals Inc. (TSX : DMP) et de se fusionner à elle contre un montage de liquidités et d'actions dont la valeur implicite représentait en gros 1,55 \$. Le 19 février 2024, elle a annoncé avoir reçu une offre supérieure toute en espèces de 1,90 \$, c'est-à-dire 32 % de plus que la valeur implicite de l'entente précédente. Quelques jours plus tard, le conseil d'administration a donné son accord définitif à la proposition d'Yintai Gold Co. Comme le profil de risque de l'entente est plus important avec le nouvel acquéreur, nous avons réduit notre position et obtenu un rendement appréciable. Comme la sphère des sociétés à petite capitalisation regorge d'aubaines et que les acquéreurs se livrent bataille pour en profiter, nous nous attendons à ce qu'il y ait plus de guerres d'enchères et de dumping du côté des ententes de fusion détenues par le Fonds. À la fin de février 2024, le Fonds dénombrait 35 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 27 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Les marchés ont prospéré en février. L'indice S&P 500 a grimpé de 5,3 %, l'indice composé S&P/TSX de 1,8 % et le NASDAQ de 6,2 %. La fièvre spéculative s'empare de nouveau des marchés. Dans le secteur des cryptoactifs, les prix ont été entraînés vers le haut par l'afflux des FNB et la frénésie entourant l'IA a poussé les parts d'entreprises comme Super Micro Computers vers des sommets inouïs. Combien de temps encore la fête va-t-elle durer? L'inflation de base a décéléré au Canada et aux États-Unis, mais l'ensemble des rendements du Trésor ont terminé le mois en hausse. On s'attend désormais à ce que les réductions de



taux soient moins fréquentes et plus lointaines qu'on ne l'espérait. Il se peut que les taux d'intérêt soient en voie de baisser et que les actions se préparent à monter, mais cette évolution ne se fera sans doute pas sans turbulence.

Nous estimons que cette recrudescence de l'activité des F&A au sein des petites entreprises — qui forment l'assise même de nos investissements — est des plus favorables pour l'arbitrage sur fusion. Les écarts sont larges, sur une base tant historique qu'absolue, et les exigences réglementaires plus prévisibles, ce qui nous permet de mieux analyser les ententes de fusion et d'éviter celles dont le risque est élevé. Selon les dires des banquiers, des négociateurs, des gestionnaires et conseils d'administration des entreprises que nous suivons, l'activité de F&A devrait s'accélérer à la suite du refoulement de la demande. De même, on devrait assister à la résurgence d'un flot abondant d'ententes, de l'élargissement des écarts en matière d'arbitrage sur fusion et des F&A au sein des petites sociétés. Nous sommes donc optimistes quant aux rendements de l'arbitrage sur fusion en 2024.

Amar Pandya, CFA

21 mars 2024

