

## Commentaire du gestionnaire

### Amar Pandya, CFA

---

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de -0,6 %<sup>1</sup> en janvier 2024.

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

L'activité mondiale de F&A a connu un bon départ en 2024 avec l'annonce d'ententes totalisant 227 milliards \$, une augmentation de 56 % par rapport à l'an passé. Sachant qu'en 2023 les F&A ont été à leur niveau le plus bas en une décennie à cause des taux d'intérêt élevés et de l'incertitude du marché, le contexte semble nettement plus favorable en 2024. Un faisceau d'éléments indique que l'activité devrait reprendre. Après avoir perdu l'an passé leur première place sur le plan des activités par secteur, les ententes dans le milieu technologique ont repris les devants en janvier, suivies par le secteur de l'énergie et de l'électricité et par celui des finances. Les fusions d'entreprises à très grande capitalisation et les ententes supérieures à 10 milliards \$ sont aussi en hausse avec les quatre mégafusions qui ont été mises sur la table en janvier, ce qui équivaut au compte total de décembre<sup>2</sup>. Le total des huit très grandes ententes présentées au cours des deux derniers mois hisse ceux-ci au rang des deux mois consécutifs les plus importants depuis le printemps de 2022. Le retour des mégafusions est encourageant et signale que les négociateurs sont de plus en plus rassurés par le marché, la prédictibilité des taux d'intérêt et l'accès à du financement abondant, toutes conditions qui devraient donner lieu à davantage de F&A cette année.

Les accords endossés par le capital-investissement font également un retour remarqué avec les 48 milliards \$ qui ont été annoncés en janvier 2024, soit une hausse de 62 % par rapport à l'an passé et un total qui n'a été surpassé qu'une seule fois au cours des deux derniers trimestres. Le capital-investissement a vu sa part d'acquisitions atteindre des niveaux record en 2021 et en 2022, constituant près du quart de toutes les ententes, avant de retomber en 2023. Le déclin des accords en capital-investissement est dû largement aux taux d'intérêt élevés et aux conditions de financement difficiles. Les grands prêteurs se sont retranchés des acquisitions par endettement après avoir essuyé de lourdes pertes dans les achats d'entreprises par effet de levier (LBO) qu'elles s'étaient engagées à financer pendant la flambée des taux, et elles ont resserré leurs exigences en matière de prêts après la crise des banques régionales du printemps dernier. Étant donné qu'il est désormais plus facile de prévoir l'évolution des taux d'intérêt et que les marchés financiers inspirent davantage confiance, les LBO devraient reprendre leur activité cette année avec les institutions prêteuses traditionnelles qui, depuis deux ans, ne voulaient plus prêter et avaient cédé certaines de leurs parts à de nouveaux acteurs, mais qui sont désormais déterminées à récupérer leurs affaires commerciales. Par leur façon agressive de fixer le prix des nouvelles

---

<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> <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/large-m-a-rebound-picks-up-in-2024-where-2023-left-off-80383129>

ententes, les prêteurs tant traditionnels que non traditionnels font monter les enjeux afin de remporter la mise, en offrant des prêts subordonnés plus risqués, voire des prêts à intérêts différés avec paiement en nature. Maintenant que les conditions de financement se sont assouplies et que les négociateurs qui attendaient sur la ligne de touche ont accès à une abondance de capital, les F&A bénéficient de toutes les conditions pour prendre leur envol.

L’an passé et depuis le début de l’année, les porteurs de parts ont fait montre d’un activisme sans précédent, et près de la moitié de leurs campagnes visaient une forme quelconque de F&A<sup>3</sup>. Auparavant, les porteurs de parts militaient habituellement pour un changement quant à la stratégie de l’entreprise, l’allocation du capital ou la gouvernance comme moyens de débloquer la valeur. Mais l’année passée, étant donné la dislocation grandissante entre la valeur intrinsèque et celle du marché — dislocation exacerbée par l’augmentation de l’investissement passif et par la fluctuation des indices à l’avantage exclusif des grandes entreprises —, les activistes ont de plus en plus axé leurs revendications sur la vente pure et simple d’actifs phares, d’une division de l’entreprise ou de l’entreprise au complet. Des deux côtés de la frontière, ce genre de campagne remporte du succès, les activistes tirant profit de leurs antécédents pour exiger des transactions importantes, nommer des candidats aux conseils d’administration et déployer de plus en plus d’efforts pour orienter les stratégies de l’entreprise. Comme les conditions touchant aux F&A s’améliorent, un cercle de rétroaction pourrait se former. En effet, l’augmentation des F&A devrait alimenter l’activisme, car une campagne visant la vente a plus de chance d’avoir lieu quand les acheteurs sont plus actifs, ce qui en retour occasionne plus de F&A.

### Mise à jour sur le marché des SAVS

Pendant le premier mois de 2024, une société d’acquisition à vocation spécifique (SAVS) a fait un PAPE, une a été liquidée et quatre ententes ont été conclues. Le secteur des SAVS a donc continué à se rapetisser, quoique plus lentement, et la taille de l’industrie s’est réduite à une fraction de son apogée de 2021. Le nombre de SAVS en suspens a décliné à 264, et leur valeur fiduciaire n’est plus que de 16,6 milliards \$<sup>4</sup>. En 2023, la performance des de-SAV a été des plus médiocres. Au moins 21 entreprises ayant fait leur entrée en bourse grâce à leur fusion avec une SAVS ont déposé leur bilan, ce qui représente des pertes de 46 milliards \$ en capitaux propres pour les investisseurs qui avaient placé leur argent dans ces SAVS<sup>5</sup>. We Work Inc., Bird Global Inc. et Lordstown Motors Corp. sont quelques-unes des plus importantes de-SAVS ayant recours au chapitre 11. La viabilité à long terme réaliste de ces entreprises a varié, mais toutes ont tiré avantage de l’engouement pour les SAVS durant la pandémie, quand les investisseurs remettaient aux entreprises pour des centaines de milliards \$ de chèques en blanc dans l’espoir que le promoteur réalise un coup fumant qui ferait bondir les parts de la SAVS et leur apporterait la fortune. On s’attend à ce que les centaines de de-SAVS sur le marché éprouvent encore des problèmes, et comme près de la

<sup>3</sup> <https://bnnbreaking.com/tech/shareholder-activism-reaches-record-highs-in-2023-fueling-ma-demands>

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

<sup>5</sup> <https://fortune.com/2023/12/27/spacs-investor-losses-ipo-wework-lordstown/>



moitié nécessiteront un financement additionnel cette année, on prévoit d'autres pertes d'importance.

À la suite des critiques essuyées par les SAVS et les pertes encourues par un pourcentage démesuré des investisseurs de détail, en janvier la SEC a imposé aux SAVS de nouveaux règlements qui ajoutent des garde-fous et protègent mieux les investisseurs. Ces nouvelles règles éliminent plusieurs des avantages qu'avaient les SAVS à inscrire en bourse des entreprises privées naissantes par le biais d'un PAPE ou d'une cotation directe en plus de donner aux investisseurs plus de renseignements confidentiels et de mesures de protection générale et légale. Le retrait de ces privilèges par lequel les promoteurs et la direction de l'entreprise cible sont désormais responsables de toute déclaration ou projection quant aux résultats futurs constitue un éventuel changement de taille qui pourrait priver les SAVS par rapport aux PAPE d'un important avantage en matière d'arbitrage. Ces modifications vont sans aucun doute exacerber le déclin actuel de l'industrie des SAVS en multipliant les obstacles que doit surmonter le promoteur afin de trouver une cible avec laquelle fusionner dans un délai attrayant pour l'ensemble des parties prenantes. Quoi qu'il en soit, l'annonce en décembre 2023 de l'acquisition de Lionsgate Studios par Screaming Eagle Acquisition Corp. (NASDAQ : SCRM) démontre qu'un promoteur de qualité peut encore faire aboutir un accord avec une entreprise cible bien établie. Malgré les nouvelles règles, il continuera probablement d'être plus rapide d'accéder au financement et au marché public par une SAVS que par un PAPE. On a tout lieu d'espérer que des ententes de grande qualité comme celle-ci serviront de modèles quant à la structure des accords auxquels les SAVS apportent de la valeur.

À la fin de janvier, il y avait sur le marché 264 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 16,6 milliards \$, dont 120 cherchaient une cible. 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 5,97 %<sup>6</sup>. 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

Alors que l'année 2023 s'est achevée sur une note positive pour le Fonds avec la concrétisation de plusieurs de ses ententes phares, janvier a été un mois en demi-teinte. Le Fonds a mis en place 15 positions dans de nouvelles ententes, et aussi peu que six des ententes détenues par le Fonds ont été conclues au cours du mois. Plusieurs des accords au sein du portefeuille ont dû être quelque peu reportés ou prolongés en raison des approbations réglementaires, et le fait que la durée soit plus longue a eu pour effet d'élargir les écarts. Nous croyons qu'un bon nombre de ces transactions se concrétiseront dans le délai prévu. Nous avons accru notre participation dans ces positions dans l'espoir que les

---

<sup>6</sup> <https://www.spacinsider.com/>



approbations et les grandes étapes indispensables à la réalisation de la fusion soient complétées dans les semaines ou les mois à venir. Cela va de pair avec la saisonnalité habituelle que nous avons observée depuis la création du Fonds. Habituellement, vers la fin de l'année, tout est mis en œuvre afin que les ententes soient conclues avec l'aide d'incitatifs comptables, légaux, réglementaires, voire compensatoires, pour les négociateurs pour faire en sorte que tout soit signé et conclu avant le Nouvel An. À cause du congé de fin d'année, des voyages et des préoccupations plus pressantes, l'année commence lentement et un peu de rattrapage s'impose. Nous constatons que certaines occasions ont été mal évaluées eu égard à la durée prévue de la transaction, et nous entendons en tirer profit.

Nous voyons poindre les signes d'un regain d'intérêt pour les petites entreprises. En effet, les bonnes performances du dernier trimestre de 2023 et les mouvements notables dans les FNB à petite capitalisation invitent à croire que les investisseurs cherchent à profiter des valeurs avantageuses que leur offrent les capitalisations inférieures. Selon les dires des banquiers et des conseillers en F&A, les problèmes de l'an dernier découlaient principalement du fait que les acheteurs et vendeurs nourrissaient des attentes divergentes. À cause de l'incertitude du marché et des conditions de financement plus strictes, les acheteurs n'étaient guère enclins à bonifier leurs offres. De leur côté, les vendeurs refusaient d'abandonner leur désir d'obtenir un prix élevé et ne voulaient pas entériner une entente se chiffrant nettement sous ce qu'ils estimaient être la valeur intrinsèque. Étant donné que les valeurs augmentent et que la confiance renaît, plusieurs négociations devraient se rapprocher d'un prix acceptable, ce qui favorisera la multiplication des ententes à plus petite capitalisation. Nous commençons à observer ce phénomène au sein de notre univers axé sur les petites entreprises avec l'annonce, ce mois-ci, d'accords définitifs de fusion de la part d'entreprises comme MediaValet Inc. (TSX : MVP), Neighbourly Pharmacy Inc. (TSX : NPLY) et Tricon Residential Inc. (TSX : TCN). Nous continuons à cibler des ententes de fusion à petite et moyenne capitalisation qui tendent davantage à être mal évaluées et dont le risque inhérent et la durée sont moindres. À la fin de janvier 2024, le Fonds dénombrait 33 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 28 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

### Perspectives

Les marchés ont poursuivi sur leur élan du dernier trimestre avec l'indice S&P 500 et l'indice S&P/TSX en hausse respectivement de 1,6 % et 1,4 %. Bien que les banques centrales aient averti que la baisse des taux d'intérêt n'aurait sans doute pas lieu aussi vite que l'escompte le marché, il est de plus en plus clair que ces taux ont atteint leur sommet et que le taux terminal sera inférieur au taux actuel. Le fait que l'on puisse mieux prévoir l'évolution des taux a redonné confiance aux investisseurs et aux négociateurs et leur permet de s'attaquer aux nombreuses fusions et acquisitions en suspens. Nous voyons d'un œil optimiste l'avenir de l'arbitrage sur fusion en 2024. La conjoncture est favorable à la recrudescence de l'activité des F&A et à l'élargissement des écarts pouvant dégager des rendements bruts de plus de 10 %. De plus, les risques posés par la réglementation sont plus prévisibles. Les nombreuses transactions contestées par les régulateurs, que ceux-ci



aient gagné ou perdu leur cause, nous ont permis de mieux comprendre les politiques servant à jauger les fusions. Nous pouvons donc utiliser et exploiter ce savoir en 2024 pour peaufiner notre analyse et notre évaluation des ententes des fusions et des risques sous-jacents. La domination des « 7 magnifiques », responsable d'une part de plus en plus importante de la performance des titres, l'abondance d'argent déversée dans les marchés du crédit et l'espoir d'un atterrissage en douceur créent un environnement dans lequel le risque systématique associé aux actions traditionnelles et aux revenus fixes pourrait être plus élevé. Par conséquent, une stratégie d'investissement non corrélée, axée sur les rendements absolus, comme l'arbitrage sur fusion, est digne de considération pour les investisseurs qui veulent diversifier le risque au sein de leur portefeuille.

**Amar Pandya, CFA**

*23 février 2023*

