

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a essuyé un revers de -0,4 %¹ en avril 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a chuté de -1,8 % pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des F&A

À l'échelle mondiale, les F&A s'étaient redressées à la fin d'avril de 31 % par rapport à l'année dernière et totalisaient 1,13 billion \$. Aux États-Unis, on assiste à une reprise de l'activité avec un volume de transactions supérieur à celui de l'an passé par une marge de 54 %. Au Canada, le volume de transactions a monté de 34 %². Au cours de cette période, toujours sur le plan du volume, le secteur de la technologie a été le meneur suivi par les secteurs de la finance, de l'énergie et de l'électricité. Cependant, les secteurs industriel et de matériaux de base, dont l'activité avait rebondi en 2023, propulsée par l'inflation et la quête de synergie concurrentielle, sont moins actifs cette année. Le retour des très grandes ententes de fusion a été confirmé par l'annonce en avril de deux accords supérieurs à 10 milliards \$. Il s'agit de l'acquisition évaluée à plus de 21 milliards \$ de Silver Lake Technology Management L.L.C. par Endeavor Group Holdings Inc. (NYSE : EDR) et de l'achat par Johnson & Johnson's (NYSE : JNJ) de Shockwave Medical Inc. (NASDAQ : SWAV) dont la valeur s'élève à plus de 12,9 milliards \$. La reprise des très grands accords est la preuve que la confiance et les conditions de financement s'améliorent, particulièrement du côté des gros acheteurs américains.

L'année dernière, les transactions F&A mettant en jeu le capital-investissement ont été moins nombreuses, car les taux d'intérêt élevés, l'incertitude régnant sur les marchés et les conditions de financement difficiles ont nui à la réalisation des ententes. Nous commençons à observer une reprise de l'activité du capital-investissement cette année, et l'une des plus importantes sociétés en la matière, KKR & Co Inc. (NYSE : KKR), prévoit que cette activité redémarrera sur le front des PAPE et des prises fermes. Sachant que l'industrie du capital-investissement a dans ses coffres plus de 3 billions \$ d'investissement dormant, la réouverture du marché des PAPE et du crédit par effet de levier devrait normalement entraîner l'augmentation des introductions en bourse et des transactions de F&A³. Bien que le marché ait des attentes limitées quant aux réductions de taux cette année, et devant l'inflation qui refuse de s'incliner, les conseillers bancaires soulignent que les acheteurs ne peuvent pas attendre plus longtemps et doivent recommencer à négocier des ententes. Contrairement aux dernières années, pendant lesquelles les taux d'intérêt ont grimpé très

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 LSEG - Investment Banking Scorecard, Deal Intelligence | au 9 mai 2024

³ <https://www.ft.com/content/e1c1bfc0-ed89-47ac-be6f-f5775e9a6f4d>

vite, la situation actuelle est nettement plus prévisible, et lorsque les entreprises refinancent leur dette, elles peuvent d'emblée connaître le coût du capital, ce qui permet aux acheteurs d'évaluer et de structurer les transactions. Historiquement, le niveau des taux d'intérêt actuels n'a pas empêché la conclusion d'ententes pendant la période qui s'est écoulée de 2000 à 2007, moment où le taux directeur de la Fed était également de plus de 5 %, mais le volume des ententes a touché des sommets⁴. Comme le cours des actions des entreprises cibles augmente, il devient de plus en plus urgent que les ententes se fassent, et avec leurs billions de dollars en liquidités, les sociétés de capital-investissement ont toutes les raisons du monde de passer en mode transaction et de commencer à produire des redevances.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Après un mois de regain de popularité pour les SAVS dû largement à l'effervescence médiatique et transactionnelle entourant la vente du Trump Media & Technology Group (NASDAQ : DJT), le secteur des SAVS a repris son déclin monotone en avril. En effet pendant ce mois dans l'arène des SAVS, il n'y a eu aucune PAPE, quatre ententes ont été conclues et cinq SAVS ont été liquidées⁵. À la fin d'avril, il y avait sur le marché 234 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 13 milliards \$, et 100 d'entre elles cherchaient une cible. Notre positionnement à l'égard des SAVS demeure prudent, axé sur les SAVS en voie de liquidation ou de rachat, et dont le rendement est supérieur à 6,5 %.

À la fin d'avril 2024, les SAVS en quête de cibles se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 6,70 %⁶. 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 catégorie 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

La liquidation des actions, l'augmentation des taux de rendement et la volatilité des marchés d'avril ont occasionné un fort élargissement des écarts sur fusion. Nous avons vu les écarts de plusieurs des accords du Fonds s'accroître pendant le mois et nous les voyons désormais se rétrécir à mesure que ces ententes se parachèvent et que nous en récoltons les fruits. Quand le volume de ce qui est à vendre monte et que le capital destiné à l'arbitrage est limité par rapport à la demande, les écarts sur arbitrage ont généralement tendance à s'amplifier à court terme en période de liquidation sur le marché des actions. Alors qu'apparaissent les divers éléments catalyseurs qui font avancer les ententes vers leur conclusion, ces écarts se referment très vite. Si le portefeuille est diversifié et comporte des accords de durée différente, ces catalyseurs se manifestent à intervalles réguliers, ce qui donne lieu à un profil de rendement peu corrélé aux marchés. Nous avons récolté

⁴ <https://www.wsj.com/finance/investing/dealmaking-is-looking-up-as-companies-stop-waiting-out-the-fed-db447738>

⁵ <https://www.spacresearch.com/>

⁶ <https://www.spacinsider.com/>



quelques ententes durant cette période et nous demeurons à l'affût de nouvelles occasions, car la rumeur veut que de nombreuses fusions se préparent dont plusieurs, croyons-nous, seront officialisées d'ici quelques semaines. Le Fonds a mis en place 20 positions dans de nouvelles ententes, et 12 des ententes détenues par le Fonds ont été conclues. Nous sommes bien placés pour tirer avantage d'ententes de fusion entre sociétés à petite et moyenne capitalisation de grande qualité, car plusieurs accords seront menés à bien vers la fin du mois, ce qui apportera au Fonds un surplus de capital à redéployer. À la fin d'avril 2024, le Fonds dénombrait 33 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 24 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Une tendance marquée a fait son apparition dans l'arène des F&A, surtout au Canada, celle de rachats par du capital-investissement où les membres de la direction et les principaux investisseurs transfèrent leurs actions dans la nouvelle entreprise privatisée. Ce genre de stratégie par laquelle les actionnaires minoritaires sont rachetés ne reçoit pas l'aval de tous les investisseurs. En effet, cela s'apparente au rachat d'entreprise par les cadres, où les actionnaires minoritaires ne disposent pas des mêmes informations que les initiés, ce qui soulève l'inquiétude, et donne certainement l'impression, que l'entreprise en question est acquise sous sa valeur intrinsèque. Outre le fait que deux classes d'actionnaires ayant le même intérêt économique par action soient traitées différemment pose forcément des problèmes de gouvernance, cette façon de faire crée également des conflits d'intérêts sans compter qu'il est difficile pour les investisseurs minoritaires de voter contre une fusion cautionnée par la direction. Dans plusieurs cas, un investisseur minoritaire décide d'investir dans une entreprise en raison de son fondateur ou de son équipe de direction et de leur aptitude à faire croître sa valeur. Quand cette équipe de direction soutient une privatisation qui lui permet de continuer à diriger l'entreprise tout y en conservant ses intérêts économiques, on ne peut s'empêcher de penser que la direction rompt avec les investisseurs minoritaires. Voter contre la fusion et forcer la direction à choisir le statu quo peut créer du ressentiment, des conflits d'intérêts, des démissions, et empêcher la vente à une autre partie surtout si le vote des initiés pèse plus lourd. Si bloquer la fusion risque de causer des problèmes, nombre d'investisseurs minoritaires peuvent se sentir obligés d'entériner le rachat même s'ils croient que le prix est inférieur à la juste valeur de l'entreprise. Magnet Forensics, H2O Innovation Inc., Q4 Inc. et Neighbourly Pharmacy sont des exemples d'actifs ayant appartenus au Fonds qui ont été l'objet de ce genre de rachat des actionnaires minoritaires.

En voici un autre : Nuvei Corporation, entreprise montréalaise de traitement technologique de la paie et nouvel actif du Fonds. L'entreprise a annoncé au début d'avril avoir souscrit à l'offre d'acquisition de la société de capital-investissement Advent International pour 34 \$ l'action. Le PDG et fondateur ainsi que les principaux investisseurs, Novacap Management Inc. et CDPQ, transfèrent la vaste majorité de l'actionnariat dans la société, ce qui les rend



collectivement propriétaires de 54 % de l'entreprise privatisée⁷. Comme ces trois investisseurs représentent à eux seuls 92 % des votes de la société, la transaction bénéficie donc d'un soutien majoritaire. Bien que cet accord et ce genre de transaction doivent aussi recevoir l'aval de la majorité des actionnaires minoritaires, nous croyons que son approbation est chose faite, car même les actionnaires minoritaires qui n'approuvent pas la vente de l'entreprise ou le prix de l'offre ne seront guère portés à s'opposer à une fusion endossée par le PDG et fondateur. Du point de vue d'un investissement en arbitrage, nous nous soucions peu en général de cette sorte de transaction si nous sommes relativement certains qu'elle recevra le financement requis, les approbations réglementaires et le soutien de la majorité des actionnaires minoritaires. Ces ententes peuvent aussi offrir un certain avantage, car si les porteurs de parts dissidents ne réussissent pas à empêcher la fusion, ils peuvent, à force de s'y opposer, pousser l'acquéreur à bonifier son offre. Étant donné que plusieurs entreprises technologiques se négocient nettement sous leur valeur intrinsèque, ce genre de rachats pourrait se multiplier.

Perspectives

Après un mois de mars euphorique, avril a eu l'effet d'une douche froide sur cette bonne humeur en mettant fin à la hausse enregistrée par le marché depuis le début de l'année. L'indice S&P s'est replié de 4,1 %, son premier déclin en 2024, le NASDAQ de 4,4 % et l'indice composé S&P/TSX de 1,8 %. Les taux de rendement des bons du Trésor ont augmenté au cours du mois et leur courbe sur cinq ans a affiché une hausse de 51 pb. L'inflation est plus coriace que prévu, et la Fed continue de retarder la réduction des taux et d'en abaisser le nombre en 2024. Les administrateurs de la Fed avancent que l'inflation ne semble pas en voie de reculer et que tant et aussi longtemps qu'elle ne le fera pas, les taux se maintiendront à leur niveau actuel. Autre mauvaise nouvelle, la croissance du PIB des États-Unis a été plus lente que prévu au premier trimestre 2024, ce qui alimente l'inquiétude que l'économie puisse être en stagflation. Ce soudain retournement en matière d'inflation, de prix et d'humeur témoigne du risque inhérent aux marchés traditionnels avec la chute du prix tant des actions que des obligations ce mois-ci. Il montre aussi le bien-fondé d'allouer une part de son portefeuille à des stratégies alternatives de placement non corrélé.

Bien que l'activité ait été lente ce mois-ci dans notre sphère d'investissement, nous prévoyons que le nombre de F&A à petite capitalisation va augmenter grâce à l'intervention des acquéreurs stratégiques et financiers. Nous croyons que la valeur de plusieurs des petites entreprises détenues ou suivies par notre équipe d'investissement demeure disloquée, mais on constate une montée de l'activisme qui voudrait faire débloquer cette valeur. Plusieurs de ces entreprises continuent de mettre en œuvre leur plan de croissance et de rehausser leur valeur intrinsèque et, de ce fait, le prix de leurs parts monte même si leur évaluation reste basse. Il devient donc de plus en plus pressant pour les acheteurs de conclure une entente avant que d'autres, investisseurs ou acquéreurs, saisissent l'occasion et profitent eux-mêmes du rabais. Les taux d'intérêt ont beau être élevés, les conseillers, les

⁷ <https://nuvei.com/company/press-releases/nuvei-enters-into-agreement-to-be-taken-private-by-advent-international-alongside-existing-canadian-shareholders-philip-fayer-novacap-and-cdpq-at-a-price-of-us34-00-per-share/>



banques d'investissement et les entreprises elles-mêmes ont déclaré s'attendre à ce que les affaires reprennent à mesure que l'urgence et les incitatifs conduiront les acheteurs et les vendeurs vers un point d'équilibre d'où ils pourront aboutir à une entente.

Amar Pandya, CFA

17 mai 2024

