

## 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 0,86 %<sup>1</sup> en juin 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a rapporté 0,28 % pendant cette même période.

### Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 1,6 billion \$ au cours des six premiers mois de 2024, ce qui représente une croissance de 17 % par rapport à pareille date l'an passé. Tandis que les F&A dans leur ensemble poursuivent leur redressement, les mégafusions sont elles aussi en hausse. En effet, 17 transactions valant plus de 10 milliards \$ ont été annoncées au cours de l'année<sup>2</sup>. Les négociateurs continuent d'affirmer qu'il existe un bon arriéré de F&A et que la demande devrait s'accroître avec le recul de l'inflation, les éventuelles réductions de taux et l'amélioration des conditions de financement des ententes, facteurs qui redonnent confiance au marché. Le rythme des acquisitions effectuées par des sociétés de capital-investissement s'est accéléré de 41 % pendant le premier semestre de 2024 par rapport à l'an dernier, poussé par plusieurs privatisations d'entreprises, ce qui est de bon augure pour l'activité d'achats par emprunt pour l'année qui vient<sup>3</sup>. Si les conditions de crédit et les éventuelles baisses de taux ont entraîné l'amélioration des conditions de financement pour les acquéreurs, la montée du crédit privé, qui s'est emparée d'une part des prêts bancaires traditionnels depuis quelques années, est aussi un élément favorable. Maintenant que l'environnement réglementaire et le climat économique semblent se normaliser, les grandes entreprises américaines, armées de leurs bilans inébranlables, se lancent à la poursuite de cibles.

À la fin de juin, l'environnement réglementaire américain a été le théâtre d'un évènement marquant, aux répercussions d'une grande portée et potentiellement déterminantes. En effet, à la fin de juin, la Cour suprême des États-Unis, majoritairement conservatrice à la suite des nominations faites sous l'administration Trump, s'est prononcée sur la révocation de la déférence — ou doctrine — Chevron, un précédent juridique utilisé depuis des décennies. La déférence, créée en 1984 et impliquant l'entreprise pétrolière et gazière Chevron Corporation, donnait aux agences fédérales une grande marge de manœuvre quant à l'interprétation et à l'application des lois. Elle a été utilisée dans plus de 18 000 décisions dans les cours fédérales, conférant une telle autorité aux agences

<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-global-m-a-deals-reached-2-year-high-in-h1-2024-82335463>

<sup>3</sup> <https://www.reuters.com/markets/deals/dealmakers-optimistic-global-ma-prospects-despite-sluggish-growth-2024-06-28/>

fédérales<sup>4</sup>. En annulant la déférence, la Cour suprême a réduit et affaibli le pouvoir d'agences de réglementation telles que l'Environmental Protection Agency et la Food and Drug Administration des États-Unis. Du point de vue des F&A, cette décision pourrait contrarier la réglementation hostile établie sous l'administration Biden accordant un pouvoir teinté d'autoritarisme au ministère de la Justice et à la Federal Trade Commission (FTC). L'an passé, la FTC a proposé un nouveau cadre réglementaire dont les principes directeurs multipliaient les critères selon lesquels les fusions seraient évaluées et, éventuellement, interdites. Avec l'annulation de la déférence, la FTC et les autres régulateurs fédéraux auront moins de latitude, et le fait que le fardeau réglementaire sera moins lourd pourrait avantager l'activité de F&A.

### Mise à jour sur le marché des SAVS

Pour la première fois depuis 2022, la valeur fiduciaire de toutes les SAVS en cours a augmenté d'un mois sur l'autre en juin. En effet, la valeur amassée par les nouvelles émissions a dépassé celle perdue par la conclusion ou la liquidation de certaines SAVS. Il s'agit là d'un point d'inflexion important en ce qu'il indique que le secteur des SAVS pourrait avoir trouvé l'équilibre entre l'offre et la demande. Comme le marché des PAPE fonctionne, cette année, par à-coups parce que les moments opportuns pour une introduction en bourse sont difficiles à saisir, les entreprises privées ayant désespérément besoin de capital cherchent à s'associer avec des SAVS prêtes à déployer de l'argent. Nous ne croyons pas que cette reprise des SAVS ressemblera à la bulle de 2020-2021, toutefois nous investissons dans les rares PAPE de SAVS où les modalités de l'entente sont avantageuses.

En juin, l'activité sur le front des PAPE s'est intensifiée. Sept nouvelles SAVS ont réuni 1,14 milliard \$ en capital, cinq SAVS ont été parachevées et une a été liquidée<sup>5</sup>. À la fin de juin, il y avait sur le marché 218 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 13,1 milliards \$, et 102 d'entre elles cherchaient une cible. Notre positionnement à l'égard des SAVS demeure prudent, axé sur celles en voie de liquidation ou de rachat, et dont le rendement est supérieur à 6,5 %. Parce qu'il y a plus de SAVS qui arrivent à échéance durant l'été, il y a plus de rachats et de liquidations. Par conséquent, les rendements de l'arbitrage sur SAVS s'élargissent. Nous nous employons activement à accroître notre exposition aux SAVS afin de tirer profit de ces rendements temporairement attrayants.

À la fin de juin 2024, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 8,35 %<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 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.

<sup>4</sup> <https://www.scotusblog.com/2024/06/supreme-court-strikes-down-chevron-curtailing-power-of-federal-agencies/>

<sup>5</sup> <https://www.spacresearch.com/>

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



### Mise à jour sur le portefeuille

Juin a été un mois fort pour le Fonds, car nombre d'accords importants ont été conclus après la réception des approbations finales. Parmi ceux-ci se trouvaient certaines des positions les plus imposantes du Fonds telles que : Indigo Books & Music Inc., Shockwave Medical Inc., Model N Inc. et Secure Energy Services. Au cours des semaines précédant la fin du trimestre, plusieurs autres fusions actives ont été conclues, et les investisseurs en arbitrage ont replacé le capital ainsi récolté dans d'autres ententes du Fonds, ce qui a eu pour effet de resserrer les écarts. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place 13 positions dans de nouvelles ententes, et 11 des ententes détenues par le Fonds ont été menées à bien. Nous ne cessons de découvrir de nouvelles occasions dans lesquelles redéployer le capital puisqu'un mélange intéressant de fusions financières et stratégiques a été annoncé au cours des dernières semaines. Nous continuons à surtout investir dans des ententes de fusion à petite et moyenne capitalisations de grande qualité et de plus courte durée qui risquent davantage d'être mal évaluées. Nous voyons aussi plus de possibilités en matière d'arbitrage sur SAVS tant du côté du marché des nouvelles émissions, où nous avons participé aux PAPE de plusieurs SAVS, que du côté des rachats et des liquidations de SAVS, étant donné que le nombre d'échéances augmente en été. Puisque l'environnement touchant à l'investissement dans des SAVS peu risquées, de courte durée et à rendement élevé s'est amélioré, le Fonds va vraisemblablement accroître d'ici peu son exposition au SAVS.

L'un des grands avantages que nous tirons à privilégier les fusions de PME est le suivant : nous pouvons compter sur le flux de transactions organiques des portefeuilles d'actions de Pender ainsi que sur l'information, l'analyse et le savoir-faire de Pender quant à l'exécution de transactions dans ce domaine. Nous en avons eu la preuve ce mois-ci avec la position prise par le Fonds dans Copperleaf Technologies Inc (TSX : CPLF). Copperleaf a été l'un des actifs phares de plusieurs fonds d'actions de Pender depuis l'entrée en bourse de l'entreprise en octobre 2021. Elle avait aussi été détenue à titre privé par le fonds de capital-risque de Pender avant son introduction en bourse et elle est suivie par des employés actuels de Pender depuis 2011. Il va sans dire qu'au fil des ans nous avons acquis une connaissance exhaustive de l'entreprise et une profonde compréhension de son évaluation et de sa valeur pour un acheteur potentiel. Le 11 juin 2024, l'entreprise a annoncé avoir accepté une offre d'acquisition à 12 \$ la part de la société suédoise de logiciels IFS AB. En ayant recours à nos modélisations et à nos connaissances, nous avons pu prendre rapidement une position dans ce que nous croyons être une entente de grande qualité et potentiellement de courte durée. Le fonds d'arbitrage continuera de mettre à profit les recherches, analyses, perspectives et compétences opérationnelles de Pender dans l'arène des petites et moyennes entreprises, ajoutant de manière tactique de la valeur lorsque les occasions se présenteront. À la fin de mai 2024, le Fonds dénombrait 40 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 29 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

### Perspectives

Les actions ont poursuivi sur leur lancée positive en juin. Le S&P 500 s'est avancé de 3,6 % et de 15,3 % aux deux premiers trimestres de l'année tandis que le NASDAQ a bondi de 6 %.



L'économie américaine continue de mener la charge avec les entreprises technologiques et les MAG 7 qui demeurent en tête des rendements sur le marché des actions. Les rendements du Trésor américain ont reculé durant le mois alors que l'IPC de mai montrait que les prix stagnaient et que l'inflation relâchait son emprise sur l'économie. La Fed est demeurée prudente, car le marché du travail américain reste fort avec un taux de chômage de 4 %. Au Canada, l'indice composé S&P/TSX (CAD) a perdu 1,4 % en raison des signaux économiques ambigus montrant que le chômage augmente tandis que l'IPC s'accroît à cause du coût plus élevé des services.

Nous demeurons optimistes quant à l'avenir des F&A à petite et moyenne capitalisations au deuxième semestre de 2024. Comme le montre l'acquisition de Copperleaf, les acquéreurs tournent autour de plusieurs petites entreprises de grande qualité et, à mesure que le fossé séparant les attentes des acheteurs et des vendeurs se comble, les chances d'arriver à une entente définitive augmentent. Nos fonds d'actions participent à plusieurs entreprises pour lesquelles des activistes s'emploient à débloquer la valeur des parts et pressent la direction et le conseil d'entreprendre les démarches menant à la vente de la société. Étant donné que le prix des actions continue de monter et que les écarts se resserrent sur les marchés des titres à revenu fixe, le capital pour financer les ententes abonde. Les élections américaines de l'automne prochain, qui pourraient modifier la dynamique politique, et les élections canadiennes, qui auront lieu l'an prochain, sont aussi des facteurs susceptibles d'inciter les acheteurs de conclure aujourd'hui une entente à meilleur prix (à cause du contexte réglementaire hostile) dans l'espoir que cet accord soit approuvé si jamais ce contexte changeait.

**Amar Pandya, CFA**

*18 juillet 2024*

