

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Faits saillants

- Le Fonds a augmenté son exposition aux SAVS en participant à de nouvelles émissions.
- Les marchés boursiers ont subi une correction au début d'août, laquelle a été suivie d'un redressement. Le Fonds a tiré avantage de l'élargissement des écarts en gonflant ses principales positions.
- Le Fonds a créé 14 positions dans de nouvelles ententes, et 12 des ententes qu'il détenait ont été conclues au cours du mois. Le Fonds a également été actif dans sa composante d'arbitrage sur SAVS, en participant à plusieurs PAPE et en investissant dans plusieurs rachats et liquidations.

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,22 %¹ en août 2024. L'étalon du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a rapporté 0,03 % pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des F&A

À la fin août 2024 et à l'échelle mondiale, les F&A mondiales s'étaient redressées de 16 % par rapport à l'année dernière et elles totalisaient 2,1 billions \$.² La reprise des ententes se poursuit sur les marchés nord-américains, soit l'univers d'investissement du Fonds. En effet, les transactions de F&A ont monté de 23 % aux États-Unis et de 37 % au Canada par rapport à pareille date l'an passé. Nous continuons de voir un certain optimisme dans cette reprise des F&A dont l'activité ne cesse de s'accélérer dans grand nombre de secteurs et d'industries. Kellanova (NYSE : K) (couramment appelée Kellogg's), une entreprise multinationale américaine, a annoncé avoir reçu une offre d'achat de Mars inc. durant le mois. La transaction de 36 milliards \$ représente la plus grande fusion de l'année et la première mettant en jeu de grandes entreprises de consommation en plus d'un an.³ Le retour des mégaententes de fusion est un signe positif pour les marchés et pour l'activité de F&A. Il indique que les grands acheteurs ont confiance dans l'économie, les consommateurs et les marchés du crédit, surtout quand on sait combien il est risqué et complexe de financer et conclure une entente de cette importance. Des investisseurs confiants, des taux d'intérêt bas et des marchés boursiers forts composent un puissant cocktail capable de relancer l'activité de F&A.

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 Deal Intelligence I, au 8 août 2024.

³ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/35-57b-snack-deal-revives-global-large-m-a-activity-83195173>

Mise à jour sur le marché des SAVS

Les nouvelles émissions de SAVS n'ont jamais été aussi nombreuses en août que depuis 2022. Neuf SAVS ont complété leur PAPE durant le mois et recueilli des capitaux de 2,1 milliards \$. Cette nouvelle effervescence est due en partie à un retour à la moyenne. Le secteur des SAVS se remet de deux années de performance anémique pendant lesquelles la plupart des SAVS émises durant la bulle de 2020-2021 ont été liquidées ou rachetées, ce qui a fait retomber cette industrie à son niveau prépandémique. Alors que la fenêtre donnant accès aux PAPE demeure passablement fermée aux entreprises privées, de plus en plus nombreuses à chercher désespérément du financement, les SAVS constituent une alternative vers l'apport immédiat de capital et l'entrée sur les marchés publics. Par ailleurs, la majorité des nouvelles SAVS se retrouvent sur le marché grâce à des promoteurs expérimentés qui savent trouver une cible et compléter une de-SAVS.

En août, neuf SAVS ont lancé un PAPE. Sept ententes ont également été conclues durant le mois et deux ont été liquidées⁴. À la fin août, il y avait sur le marché 207 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 13,1 milliards \$, et 102 d'entre elles cherchaient une cible. Le Fonds a augmenté son exposition aux SAVS en participant à quelques nouvelles émissions, mais aussi à des SAVS existantes offrant des rendements sur arbitrage intéressant, peu risqués et fiscalement efficaces.

Comme les nouvelles SAVS livrent une concurrence sur le plan du capital à celles existantes, nous avons remarqué que les rendements rapportés par l'arbitrage en matière de liquidations et de rachats s'élargissent. À la fin d'août 2024, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 9,33 %.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 états-uniennes, 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.

« Avec tout ce qui se passe dans l'arbitrage sur fusion et les SAVS, le Fonds est pleinement engagé et son exposition est la plus importante depuis 2022. »

Mise à jour sur le portefeuille

Août a été un mois turbulent sur les marchés boursiers, qui ont subi une correction au début du mois pour ensuite se redresser. Les écarts rattachés à nombre des ententes détenues par le Fonds se sont élargis pendant ce temps. Nous avons pu en tirer profit en augmentant ces positions, car nous ne pensions pas qu'il y aurait quelque changement que ce soit quant à leur durée et leur éventuel parachèvement. Au cœur de notre sphère d'investissement —

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



les petites et les moyennes entreprises —, l'activité ne s'essouffle pas. Comme plusieurs actifs importants du Fonds ont été menés à bien, celui-ci a pu tirer pleinement avantage de ces écarts et redistribuer l'argent dans de nouvelles ententes. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place 14 positions dans de nouvelles ententes, et 12 de celles qu'il détenait ont été menées à bien. Le Fonds a également été actif dans sa composante d'arbitrage sur SAVS, en participant à plusieurs PAPE et en investissant dans plusieurs rachats et liquidations. Avec tout ce qui se passe dans l'arbitrage sur fusion et les SAVS, le Fonds est pleinement engagé et son exposition est la plus importante depuis 2022.

Poussées par un vent favorable, les activités de F&A à petite capitalisation demeurent vigoureuses tant au Canada qu'aux États-Unis. Phénomène intéressant, plusieurs petites et moyennes entreprises reçoivent des offres d'achat opportuniste à une prime décente par rapport à leur valeur marchande actuelle, mais bien en deçà de leur juste ou intrinsèque valeur marchande estimée. Au sortir de plusieurs années de performance anémique de la part des petites entreprises, les actionnaires sont mécontents. Après avoir été réticents à conclure des ententes à une fraction de la valeur estimée, depuis que les prix ont été normalisés, ces actionnaires sont plus réceptifs aux offres bonifiées, même si elles demeurent bien au-dessous de la juste valeur. Dans plusieurs cas, les acheteurs sont des membres de la direction qui transfèrent leurs actions dans la nouvelle entreprise privée. Compte tenu de l'asymétrie d'information, il se peut que les actionnaires minoritaires soient désavantagés, mais la majorité semble prête à prendre l'argent et à tourner la page. Nous avons vu cette situation se répéter dans plusieurs actifs de Pender, et nous prévoyons qu'il y en aura encore plus si les acheteurs et les vendeurs réussissent à s'entendre sur une valeur leur permettant de conclure un accord. Ne dit-on pas qu'un bon compromis est celui qui mécontente les deux parties?

À la fin d'août 2024, le Fonds dénombrait 37 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 28 valaient moins de 1 milliard \$.

Perspectives

À la fin d'août, les principaux indices boursiers frôlaient des sommets records après s'être remis de la correction ayant eu lieu au début du mois. Le S&P 500 a prospéré de 2,4 % en août. L'indice NASDAQ a grimpé de 0,7 %, le S&P/TSX de 1 % et le Russell 2000 a baissé de 1,5 %. Comme l'inflation recule et le marché du travail se refroidit, la Fed devrait réduire les taux. D'ailleurs, le marché scrute les commentaires de la Réserve dans l'espoir de deviner combien il y aura de diminution d'ici la fin de l'année. Entre les marchés boursiers en hausse et les taux en baisse, les ententes de F&A devraient bien tirer leur épingle du jeu dans les mois et les trimestres à venir. Il se peut que les élections créent de l'incertitude sur les marchés, mais nous nous attendons à ce que le secteur des F&A reste vigoureux jusqu'à la fin de l'année, car les valeurs et les taux d'intérêt sont des facteurs plus importants pour les acheteurs. Pour les acteurs du capital-investissement en particulier, dont les coffres sont remplis de billions de dollars, les taux d'intérêt élevés constituent un frein majeur. Comme on prévoit que les taux vont tomber, et peut-être vite et beaucoup, les F&A pourraient être à l'aube d'une accélération.



2023 a été une année difficile pour l'activité de F&A, qui avait alors été à son plus bas depuis des décennies, à une époque où les taux montaient très vite, en raison de la nécessité de mater l'inflation postpandémique. Nous entrons aujourd'hui dans une période où ces vents avant deviendront des vents arrière à mesure que les taux d'intérêt baisseront et que l'activité augmentera. Parce que les marchés boursiers atteignent des sommets, que les coffres des entreprises et des sociétés de capital-investissement regorgent de capitaux et que les conditions de financement devraient s'améliorer, nous sommes plutôt optimistes quant aux rendements des F&A et de l'arbitrage sur fusion. Les écarts en matière d'arbitrage sont encore larges, sur une base tant relative qu'absolue, et ils pourraient s'élargir davantage à mesure que le nombre d'ententes s'accroîtra. Le contexte favorable aux F&A contraste avec celui plus difficile pour les actions à revenu fixe de courte durée dont les rendements pourraient décliner parallèlement à la chute des taux d'intérêt. De ce fait, les rendements potentiels en matière d'arbitrage — non corrélés et fiscalement efficaces — sont attrayants. Les investisseurs auraient donc avantage à rajouter une stratégie alternative en guise de complément ou de remplacement aux titres à revenu fixe de courte durée.

Amar Pandya, CFA

24 septembre 2024

