

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender et le Fonds alternatif d'arbitrage plus Pender se sont avancés respectivement de 1,0 % et de 1,5 %¹ en avril 2025. Pendant ce temps, l'indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED (en USD) a rapporté 0,22 %².

Mise à jour sur le portefeuille

Pendant ce qui a été l'un des mois les plus volatils sur le marché depuis la création du Fonds, la stratégie a bien servi son objectif de produire des rendements absolus non corrélés. Comme nous l'avons mentionné dans le [commentaire du mois passé](#), quand il se produit d'importants événements boursiers qui entraînent une baisse considérable des actions, les écarts en matière d'arbitrage sur fusion se dilatent sous la pression des ventes par les investisseurs, tant passifs qu'actifs. Toutefois, dans les jours et les semaines qui suivent, à mesure que les tractations progressent, que les approbations clés sont obtenues et que d'autres jalons importants sont franchis, les écarts se resserrent. C'est ce qui s'est passé ce mois-ci. Les écarts se sont élargis au cours des jours suivant le *Liberation Day* et nous en avons profité pour renchérir sur nos positions dans des ententes de fusion. Par la suite, plusieurs des écarts liés aux ententes se sont rétrécis et ont été comblés au cours des semaines suivantes à mesure que les ententes progressaient vers leur conclusion. Le Fonds a certes tiré profit de l'aboutissement d'une part importante de ses investissements en arbitrage sur fusion, mais aussi de son exposition aux SAVS. Plusieurs des placements dans les SAVS du Fonds ont fait l'objet d'annonce de fusion. Celles-ci ont été bien accueillies par le marché, avec pour résultat que ces SAVS et leurs souscripteurs ont pu négocier à la hausse. Nous nous sommes retirés de plusieurs SAVS ayant été revendues à des primes modestes, mais parfois substantielles, par rapport à leur valeur fiduciaire, capturant pleinement ces rendements.

Ce mois-ci, bien qu'il y ait eu peu d'activité du côté des nouveaux accords — le Fonds n'ayant mis en place que sept positions dans de nouvelles ententes de fusion —, les choses ont été plus mouvementées du côté des clôtures. En effet, 23 des ententes détenues par le Fonds ont été menées à bien. Étant donné l'incertitude tarifaire persistante et la volatilité croissante des marchés, nous continuons à nous concentrer sur les ententes de fusion entre entreprises de plus petite taille. Les PME qui opèrent sur les marchés nationaux dans

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. Les données standards sur le rendement du Fonds sont présentées ici : <https://www.penderfund.com/fr/fonds-alternatif-liquide>

² L'indice de référence du Fonds est le HFRI ED : Indice d'arbitrage sur fusion (couvert en CAD)

des secteurs créneaux risquent moins de souffrir de l'imposition de droits de douane. Elles pourraient aussi attirer davantage l'attention d'acquéreurs, car la taille devient plus importante dans ce contexte tarifaire en évolution. À la fin d'avril 2025, le Fonds dénombrait 22 placements entre petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 14 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Les SAVS sont visiblement de retour et ce secteur montre des signes encourageants d'activité après des années de tourmente et de malaise. En avril, les PAPE de SAVS ont représenté plus de 2,7 milliards \$, un sommet depuis février 2022, et le nombre de dépôts de documents en vue de futurs PAPE de SAVS est également en hausse. Plus de la moitié des inscriptions pour de nouvelles SAVS a été faite par des promoteurs chevronnés ayant prouvé leur capacité à trouver une cible et à conclure un accord avec elle, même si le résultat de la dé-SAVS subséquente a été médiocre. Bien que le marché des capitaux soit exposé à des vents contraires considérables, dont une pénurie de PAPE traditionnels, nous croyons que le secteur des SAVS est en plein essor et que l'optimisme et la spéculation sont en hausse. L'attitude envers les SAVS a rapidement changé du fait que les promoteurs jouissent de meilleures conditions et les investisseurs de solides résultats. Cantor Equity Partners Inc. (NASDAQ : CEP) — qui était un actif du Fonds et a lancé un PAPE l'automne dernier — a annoncé au cours du mois une entente de fusion avec Twenty One Capital, une crypto-entreprise adossée à Tether, Bitfinex et Softbank. La valeur des parts de la SAVS a grimpé dès l'annonce de l'entente pour ensuite prendre des proportions paraboliques quand la spéculation s'est enflammée et que le prix des parts a culminé avec un gain de 420 %. Nous nous sommes retirés immédiatement après la négociation de la SAVS à une prime modeste par rapport à la valeur liquidative entières. Néanmoins, nous constatons que les rendements renversants de cette SAVS sont bénéfiques pour l'ensemble du secteur des SAVS, car cela attire les investisseurs et les spéculateurs rêvant de décrocher le gros lot à la prochaine occasion. Les SAVS étant largement axées sur de jeunes entreprises conceptuelles dont les flux de trésorerie sont négatifs, on trouve un grand bassin de cibles dans certaines industries, comme les technologies nucléaires, l'IA, la cryptomonnaie et les VE. Celles-ci ne manqueront pas d'attirer les spéculateurs.

À la fin d'avril, il y avait sur le marché 207 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 18,7 milliards \$, et 111 d'entre elles cherchaient une cible. À la fin du mois, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un taux de rendement à l'échéance de 4,28 %³. L'arbitrage sur SAVS s'apparente à l'achat de bons du Trésor à escompte, assortis d'une clause de rachat, et en ce moment, le rendement des SAVS est semblable à celui des obligations de catégorie investissement de sociétés états-uniennes, mais avec un risque de crédit plus faible, une durée plus courte et des avantages fiscaux

³ <https://www.spacinsider.com/>



plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital. Étant donné la résurgence des PAPE de SAVS, les robustes résultats tirés de la négociation des nouvelles émissions et les garanties fournies par la plupart des ententes, nous avons augmenté l'exposition du Fonds au SAVS. Nous prévoyons continuer à accroître sélectivement cette exposition en investissant dans de nouveaux PAPE de SAVS intéressants au plan transactionnel.

Mise à jour sur le marché des F&A

En avril, l'activité en matière d'entente s'est effondrée à son point le plus bas en 20 ans, y compris pendant la grande récession et la pandémie de COVID-19. Les négociateurs ont appliqué les freins après l'annonce d'imposants droits de douane par le président Trump. Cette annonce a provoqué une transformation considérable des perspectives fondamentales et économiques mondiales et a fait naître la crainte d'une possible guerre tarifaire à l'échelle de la planète. Compte tenu de l'incertitude engendrée par ce qui a semblé être, pendant un mois, une politique tarifaire en constant changement, on comprend pourquoi plusieurs entreprises en pleine négociation ont décidé de faire une pause. Les acquéreurs attendent d'avoir une vision plus claire de l'ampleur et du calendrier d'implantation de ces droits de douane. Ils continuent aussi de faire pression sur l'administration au nom de leurs industries respectives dans l'espoir d'obtenir une exemption. Le financement des accords a également été perturbé. Plusieurs prêts accordés pour une entente à effet de levier ont été annulés, car l'incertitude régnant sur le marché a empêché les prêteurs de syndiquer leur dette. Néanmoins, malgré l'ampleur et la sévérité des tarifs annoncés et l'extrême volatilité du marché, il y a une demande, pour l'instant contenue, pour les F&A. À la fin du mois, lorsque les marchés ont pu assimiler le report des droits de douane et constater le progrès des négociations, les ententes ont repris sur fond d'un mélange d'accords stratégiques et financiers. Nous prévoyons que cette activité augmentera au cours des mois et des trimestres à venir, notamment quand les négociateurs avisés voudront tirer avantage de la dislocation des valeurs et que les actionnaires des entreprises cibles seront mieux disposés à accepter une entente, plutôt que de s'engager sur un chemin semé d'incertitude.

Perspectives

Les « premiers cents jours » du second mandat du président Trump ont apporté des changements de grande envergure qui sont venus bouleverser l'état naturel de plusieurs pratiques, protocoles et croyances de longue date. L'incertitude et la nature imprévisible de ces transformations risquent de créer un climat fort risqué dans un avenir proche. L'arbitrage sur fusion a deux caractéristiques majeures, la courte durée et la non-corrélation au marché traditionnel, et nous croyons que les deux seront précieuses dans le contexte actuel. Pendant que le marché apprend à composer avec les répercussions des tarifs douaniers, les négociateurs reviennent et continueront de revenir sur le marché, augmentant le flot de F&A, et le secteur des SAVS continuera de profiter d'un regain de



nouvelles émissions. Sachant que le contexte est favorable aux deux grandes stratégies d'arbitrage du Fonds, les perspectives quant aux rendements de cette année nous apparaissent positives. Comme la corrélation entre les actions et les obligations s'accroît, les investisseurs seraient bien avisés de diversifier leur portefeuille grâce à une stratégie alternative à rendements absolus non corrélés, tel l'arbitrage.

Amar Pandya, CFA

30 mai 2025

