

## 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 1,4 % et de 1,8 %<sup>1</sup> en mai 2025. Pendant ce temps, l'indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED (en USD) a rapporté 3,04 %<sup>2</sup>.

### Mise à jour sur le portefeuille

Mai a été un autre bon mois pour le Fonds, qui a pu tirer avantage du resserrement des écarts et d'une augmentation des ententes initiées par le Fonds pendant la période de volatilité qui a suivi le «jour de la libération». Nous avons activement renchéri sur certains accords en portefeuille et rajouté 23 nouvelles ententes au cours du mois, tandis que sept des ententes que nous possédions ont été menées à bien. Nous continuons de constater que le climat est favorable aux F&A, notamment pour les fusions entre petites et moyennes entreprises (PME), lesquelles constituent la cible principale du Fonds. À la fin de mai 2025, le Fonds dénombrait 32 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 23 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. Il y a eu de nouvelles émissions notables dans le secteur des SAVS, toujours en plein redressement. La plupart des PAPE de SAVS ont fait l'objet de surenchères et les investisseurs ont été nombreux à tabler sur ces occasions. Nous continuons à accroître judicieusement notre exposition aux SAVS, en gérant avec assiduité notre participation aux titres individuels et en négociant activement autour des positions que nous détenons. Étant donné que le contexte est favorable à l'arbitrage sur fusion et sur SAVS, nous maintenons un portefeuille d'ententes actives dans lesquelles nous avons un fort degré de conviction.

Les opérations des entreprises plus modestes sont habituellement axées sur le marché intérieur et tirent profit d'une synergie d'échelle, faisant d'elles des cibles intéressantes dans un tel climat. Comme la confiance des investisseurs augmente à mesure que le marché se convainc que la salve initiale de tarifs est un stratagème de négociation, les conditions du marché créent un climat robuste et favorable aux transactions. Les acheteurs tendent à agir rapidement pour profiter d'escomptes avant leurs concurrents et ainsi se prévaloir d'un avantage stratégique. Cette stratégie fonctionne la plupart des temps, mais dans certains cas, une autre partie remarque qu'il y a une dislocation entre la valeur intrinsèque et les considérations motivant l'achat et décide d'y aller de sa propre offre auprès de la société

<sup>1</sup> Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F des 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-alternatifs-liquides/>

<sup>2</sup> L'indice de référence des deux fonds est le HFRI ED : Merger Arbitrage (indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED, couvert en CAD).

ciblée. Cela conduit à une guerre des enchères qui oblige l'acheteur initial à bonifier son offre, parfois substantiellement, pour pouvoir s'approprier l'entreprise qu'il convoite. Nous en avons eu la preuve ce mois-ci lorsqu'un actif du Fonds, SatixFy Communications Ltd. (NYSE : SATX), a vu l'offre d'acquisition de son acheteur, soit MDA Space Ltd. (TSX : MDA), grimper de 43 % après l'apparition d'un autre acquéreur potentiel pendant la période de prospection de l'entreprise. Un autre actif du Fonds, Servotronics Inc. (NYSE : SVT), a vu son acheteur, Transdigm Group Incorporated (NYSE : TDG), bonifier son prix de 22 % quand une autre partie a déposé une contre-offre. Nous observons par ailleurs une augmentation du nombre des accords exploitant l'écart de valeur des entreprises de plus petite taille, ce qui à notre avis donnera lieu à la multiplication des guerres d'enchères.

### Mise à jour sur le marché des SAVS

En mai, l'activité en matière de nouvelles émissions de SAVS est demeurée énergique. En effet, 22 PAPE de SAVS d'une valeur totale de 4,7 milliards \$ ont été complétés. Les nouvelles émissions au cours des cinq premiers mois de 2025 surpassent déjà tous les PAPE de 2024, et il en reste encore beaucoup en réserve. Étant donné que le marché des PAPE traditionnels ou des offres publiques directes est plutôt tiède, le volume des PAPE de SAVS représente près de 70 % de tous les PAPE américains qui ont fait leur entrée en bourse en mai. Les promoteurs chevronnés ont mené la charge de ce nouveau cycle, les promoteurs en série se trouvant à l'origine de 80 % des PAPE de SAVS au T1<sup>3</sup>. Ceux-ci peuvent s'appuyer sur leur expérience, leur réseau et leur crédibilité pour attirer les investisseurs. La conjoncture est nettement meilleure pour les promoteurs de SAVS depuis que les taux de rendement ont chuté, réduisant de ce fait les attentes des investisseurs sur ce plan. Par conséquent, les promoteurs sont en mesure de structurer les SAVS nouvellement émises de manière à ce qu'elles leur soient plus avantageuses. Il s'agit là d'une situation que nous suivons de près lorsque nous évaluons les nouvelles SAVS et nous évitons d'investir dans celles qui nous paraissent désavantager les investisseurs.

À la fin de mai, il y avait sur le marché 230 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 24,2 milliards \$, et 135 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 4,16 %<sup>4</sup>. 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 plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital. La hausse des émissions de nouvelles SAVS a été alimentée par la solide performance de plusieurs PAPE de SAVS récents, qui se sont négociés à la hausse, et parfois de beaucoup, après leur lancement. De même, les SAVS ayant annoncé une fusion potentielle ont également vu leur prix monter. Dans ce climat favorable à la performance

<sup>3</sup> <https://www.ainvest.com/news/spac-frenzy-returns-1-8-billion-floods-ipo-market-crashes-2504/>

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



des SAVS, nous continuons à accroître judicieusement notre exposition à celles-ci, notamment en participant aux PAPE de nouvelles SAVS. Nous savons que cette conjoncture opportune pour les SAVS pourrait être de courte durée, surtout si l'activité d'émission se poursuit à un rythme accéléré sans que les SAVS arrivent à trouver une entreprise cible avec laquelle conclure une fusion.

### Mise à jour sur le marché des F&A

Après le « jour de la libération », les activités sur le marché des F&A ont cessé, mais elles ont repris en mai quand le plus gros des tarifs annoncés a été annulé et que le marché s'est remis du choc initial. Au début juin, l'activité mondiale s'est chiffrée à 1,75 billion \$, en hausse de 29 % par rapport à pareille date l'an passé. Aux États-Unis, la valeur des transactions s'est élevée de 4 % et au Canada, de 82 %<sup>5</sup>. Bien que l'incertitude régnant sur le marché risque de faire dérailler des fusions encore à l'étape prospective — surtout celles mettant en jeu des opérations multinationales qui auraient été directement touchées par les droits de douane —, les négociateurs se sont rapidement adaptés au nouvel environnement. Par conséquent, l'activité de fusion intérieure s'est accrue, de même que les fusions visant la croissance et la synergie, notamment dans les secteurs des mines, des métaux, de l'énergie, de l'électricité et des produits industriels. Preuve que le climat transactionnel s'est amélioré, plusieurs mégaententes de fusion ont été annoncées ce mois-ci. Mentionnons entre autres l'acquisition de l'entreprise de services électriques TXNM Energy Inc. (NYSE : TXNM) par la société de capital-investissement Blackstone Inc., et l'achat de l'entreprise de mode Skechers U.S.A. Inc. (NYSE : SKX) par 3G Capital, aussi une société de capital-investissement. Il ne faudrait pas oublier l'importante offre d'acquisition reçue au nord de la frontière par la société d'énergie et de vente au détail Parkland Corporation (TSX : PKI) de la part de son concurrent états-unien Sonoco LP. La forte activité pendant le mois et la confiance croissante du marché devraient inciter davantage de négociateurs à sortir de leur retraite et, de ce fait, donner lieu à une hausse du nombre des ententes.

### Perspectives

Sur le marché, le contexte rend les choses incroyablement compliquées, avec les valorisations qui fracassent des records malgré l'incertitude pesant sur l'évolution des tarifs douaniers, du commerce, de la géopolitique et de l'économie. L'hésitation que montre la Fed à réduire les taux en dépit de données désinflationnistes encourageantes révèle combien le marché est imprévisible. Cette versatilité pourrait accabler le marché pendant quelque temps encore, accentuant la volatilité surtout pour les entreprises dont les valorisations sont déjà étirées à l'extrême et pour les secteurs les plus touchés par les bouleversements commerciaux. Les stratégies axées sur l'arbitrage ont produit de bons résultats dans cette conjoncture étayée par un vigoureux marché de F&A et de SAVS. Cette stratégie, avec ses rendements absolus non corrélés et ses courtes durées, constitue un investissement

---

<sup>5</sup> LSEG – Investment Banking Scorecard – Deal Intelligence



intéressant pour qui veut diversifier son portefeuille. Selon nos observations, et si l'on en croit la reprise de l'activité, le contexte est propice aux F&A. Par ailleurs, dans le secteur des SAVS, l'humeur est revenue au beau fixe grâce au rebond impressionnant des PAPE de SAVS et à la remontée des prix. Le Fonds s'est fort bien comporté dans cet environnement et, compte tenu du large bassin d'occasions, des vents arrière favorables et des taux de rendements attrayants, nous demeurons optimistes quant aux perspectives du Fonds au cours du deuxième semestre.

**Amar Pandya, CFA**

*30 juin 2025*