

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

En mars 2025, le rendement du Fonds alternatif d'arbitrage Pender a été de 0,13 % et celui du Fonds alternatif d'arbitrage Plus Pender de -0,27 %¹. Pendant ce temps, l'indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED (en USD) a rapporté 0,4 %².

Mise à jour sur le marché des F&A

En matière de F&A, l'activité mondiale s'est accélérée au cours du dernier mois du T1 pour ensuite caler sous l'effet de la guerre tarifaire croissante. En mars, des ententes totalisant 885 milliards \$ ont été annoncées³. Toujours en mars, on a pu observer un rebond du côté des fusions à forte capitalisation alors que trois accords ont été annoncés, ce qui porte le total du premier trimestre à sept transactions supérieures à 10 milliards \$. Malgré ce rebond de la fin du trimestre, les très grandes fusions ont été moins nombreuses qu'il y a un an. Pour leur part, les F&A à petite capitalisation ont connu leur meilleur début d'année depuis 2021 avec une augmentation de 42 % de la valeur des transactions se situant entre 1 milliard \$ et 10 milliards \$. L'impressionnant départ de l'activité de fusion va vraisemblablement s'arrêter là, car les tarifs ont l'effet d'un boulet sur le marché. Cependant, comme c'est souvent le cas avec la plupart des chocs macroéconomiques, les répercussions seront plus lourdes pour les ententes de plus grande taille. Nous nous attendons à ce que le niveau de F&A à petite capitalisation se maintienne.

Lors de l'élection du président Trump en novembre, les analystes et les négociateurs anticipaient une forte reprise des ententes de fusion après trois ans de stagnation. Les taux d'intérêt élevés, la forte volatilité et un environnement réglementaire hostile avaient mis les bâtons dans les roues du marché des F&A et plusieurs promoteurs avaient préféré attendre que la situation soit plus propice. Puisque l'administration Trump voulait favoriser la croissance et abolir la réglementation, le marché se réjouissait à l'idée que la donne allait changer pour les F&A et que les nouvelles personnes nommées aux principaux postes des instances réglementaires seraient du côté des entreprises. Or, les politiques commerciales et tarifaires de l'administration Trump ont rapidement refroidi cet espoir. En effet, la volatilité accrue, l'imprécision quant à l'implantation de ces mesures et la crainte que les droits de douane fassent monter l'inflation ont créé un contexte des plus incertains. Les acheteurs stratégiques ont pour habitude d'analyser l'entreprise cible afin de déterminer quelles synergies pourraient s'opérer après l'intégration, mais c'est pour ainsi dire impossible en présence de tarifs changeants, lesquels risquent d'affecter l'entreprise en

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

³ [M&A in 2024 and Trends for 2025](#)

question. Le financement des ententes est aussi plus difficile. Les bailleurs de fonds de plusieurs accords à effet de levier qui s'étaient engagés à consentir un prêt à un taux donné sont désormais incapables de syndiquer celui-ci et donc obligés de l'inscrire à leur bilan, ce qui rend les autres prêteurs plus frileux. Cette incertitude supplémentaire paralyse l'activité de F&A, surtout en ce qui a trait aux grandes ententes d'envergure mondiale. Cela étant dit, ce marché foisonne d'aubaines pour les négociateurs avisés, capables de composer avec l'incertitude ou de parier sur la direction des tarifs.

Mise à jour sur le marché des SAVS

En mars, les SAVS ont été à l'origine de sept PAPE, qui ont recueilli un peu moins de 300 millions \$. Une entente a été conclue et aucune n'a été liquidée⁴. Ce mois a fourni des exemples éloquentes des aléas liés à l'investissement en SAVS, plus spéculatif que l'arbitrage. L'entreprise de technologie nucléaire Terrestrial Energy, et Kodiak Robotics, une jeune entreprise de fabrication de camions autonomes, ont toutes deux annoncé en mars leur intention d'entrer en bourse en se fusionnant avec une SAVS. Ce type d'entreprise naissante, risquée et assoiffée de liquidités, constitue une cible parfaite pour une SAVS qui lui procurera de l'argent comptant et facilitera l'investissement spéculatif par les investisseurs particuliers. La société de génomique et de biotechnologie 23andMe Holding Co., qui est devenue publique grâce à sa fusion avec une SAVS en 2021, a déclaré faillite durant le mois, ce qui illustre combien peuvent être risquées les de-SAVS, dont la très grande majorité ont perdu l'argent des investisseurs. À la fin de mars, il y avait sur le marché 203 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 17,2 milliards \$, et 109 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 revenu à l'échéance de 4,49 %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 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. Sachant que le taux de rendement des SAVS diminue et que les conditions pour les nouveaux PAPE de SAVS sont moins favorables, le Fonds a décidé d'investir de l'argent neuf ou recyclé dans l'arbitrage sur fusion pendant quelque temps.

Mise à jour sur le portefeuille

Après un mois de février actif pendant lequel une part considérable du Fonds a été convertie, des ententes ont été parachevées et le capital réinvesti, le mois de mars a été plus lent. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place neuf positions dans de nouvelles ententes, et cinq de celles qu'il détenait ont été menées à bien. Les écarts se sont élargis vers la fin du mois. Cet élargissement s'est poursuivi lors du « Liberation Day » et en avril, au moment où la volatilité du marché s'est considérablement accentuée. Dans un tel contexte, nous allons nous concentrer sur des ententes de fusion plus modestes et, préférablement, sur celles

⁴ spacresearch.com

⁵ spacinsider.com



portant sur des entreprises qui font surtout des affaires à l'intérieur du pays, ne dépendent pas fortement des importations ou des exportations et dont l'acquisition est fondée sur de solides raisons stratégiques. La protection contre les baisses inhérente aux SAVS, notamment lorsqu'on achète une SAVS sous la valeur des liquidités détenues en fiducie, constitue pour le Fonds un autre investissement attrayant dans la situation actuelle. À la fin de mars 2025, le Fonds dénombrait 32 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 21 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Quand il se produit d'importants événements boursiers assortis d'une diminution marquée de liquidités, il est habituel que les écarts en matière d'arbitrage sur fusion se dilatent dans un premier temps pour ensuite se resserrer. Cet élargissement repose largement sur des questions de liquidités, car les porteurs de parts actifs de l'entreprise ciblée par une fusion cherchent à vendre leurs parts afin de redéployer leur capital ailleurs ou faire face au rachat, tandis que les porteurs de parts passifs vendent sans discrimination pour répondre aux besoins en matière de sorties d'argent ou de rééquilibrage. On estime que le capital détenu par les fonds d'arbitrage sur fusion ne totalise qu'environ 60 milliards \$⁶ à l'échelle de la planète. C'est très peu au vu de la pression exercée sur les ventes par la récente déroute boursière qui a provoqué un déclin de quelque 10 billions \$⁷ de la valeur mondiale du marché, déclin que les achats effectués par les investisseurs en arbitrage sont impuissants à compenser. Bien que l'écart lié à une entente puisse s'élargir temporairement pour des raisons de liquidités, à mesure que sont franchies les grandes étapes menant à la conclusion de l'accord, il se rétrécit très vite pour finir par être entièrement comblé. Le fait de détenir un portefeuille de 40 à 50 ententes de fusion non corrélées de différentes durées et arrivées à divers stades de parachèvement est le moteur même de la stratégie à rendement non corrélé et absolu du Fonds. Par conséquent, l'arbitrage sur fusion protège efficacement le portefeuille contre la volatilité du marché.

Perspectives

Alors que les nouvelles activités de F&A se font temporairement plus rares, le Fonds se focalise sur des ententes existantes de qualité supérieure tout en accentuant son exposition aux SAVS. Les principaux accords de fusion poursuivent leur progression, et le marché des nouvelles émissions de SAVS reste effervescent et offre nombre d'occasions de déployer de l'argent frais ou de recycler du capital. Les transactions plus considérables et les achats par effet de levier feront sans doute une pause plus longue, car les marchés du crédit ayant été perturbés, il est plus ardu de syndiquer les financements par emprunt imposants. Le choc inflationniste des droits de douane ajoute aussi à l'incertitude, et la Fed doit résoudre un problème complexe et jongler avec le déclin prévu de la croissance et une éventuelle et préoccupante hausse des prix. Dans ce contexte volatil, les investisseurs

⁶ [Hedge Fund Industry Assets Under Management](#)

⁷ [10 days and a \\$10 trillion market swing: How Trump's tariffs changed the global economy, and what comes next](#)



gagneraient à se tourner vers des alternatives non corrélées comme l'arbitrage sur fusion qui peut s'ajouter ou se substituer à des titres à revenu fixe tout en apportant de meilleurs avantages fiscaux. Nous croyons que l'administration Trump finira par capituler et revenir sur ces tarifs, mais il sera ardu de restaurer la confiance. À cause du caractère erratique des annonces et de l'incertitude quant à l'objectif ultime, il est possible que les marchés demeurent turbulents dans un avenir prévisible.

Amar Pandya, CFA

29 avril 2025