

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender affichait un gain de 0,41 %¹ en octobre 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a chuté de -0,55 %² pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des F&A

Allons-nous bientôt entrer dans un super cycle de F&A? On croit que le retour du président Trump à la Maison-Blanche et le balayage républicain sans équivoque à la Chambre et au Sénat vont occasionner une vague de nouvelles politiques susceptibles de faire tomber le barrage retenant les F&A en suspens. Les F&A ont connu un rebond cette année après avoir vu, pendant deux années consécutives, leur volume décroître, 2023 ayant été l'année la moins active en une décennie. Les activités mondiales de F&A ont totalisé 2,7 billions \$ jusqu'à la mi-novembre, ce qui représente une hausse de 9 % par rapport à pareille date l'an passé³. Bien que le climat réglementaire soit demeuré pénible pour les négociateurs, il n'empêche que la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des conditions de financement des ententes jumelées à la robustesse des marchés boursiers et à la confiance accrue des conseils d'administration ont contribué à la relance des F&A cette année. Puisque Trump va nommer de nouvelles personnes à la tête des organismes de réglementation fédéraux, le marché s'attend à ce que le climat devienne plus amical en matière d'ententes. Les participants au marché croient que le biais favorable de la prochaine administration envers le monde des affaires de même que la possible réduction d'impôt sur les sociétés agiront comme catalyseurs sur les F&A.

En juillet 2021, l'administration Biden a promulgué un décret présidentiel encourageant la concurrence et donnant aux autorités réglementaires le pouvoir de prendre des mesures antagoniques et inédites pour stopper les consolidations et les fusions. Ce mandat a eu l'effet d'une douche froide sur l'activité de F&A. En effet, les règles, défendues par les représentants de Biden à la tête du ministère de la Justice (DOJ) et de la Federal Trade Commission (FTC), ont créé un climat imprévisible et difficile qui a laissé plusieurs acquéreurs sur la ligne de touche. La fusion de Capri Holdings Limited par Tapestry Inc., contestée et traînée devant les tribunaux par le DOJ et le FTC, est un exemple récent du climat réglementaire hostile. Bien qu'elles œuvrent dans le domaine très compétitif des sacs à main, où la concurrence est considérable et l'entrée sur le marché facile, les entreprises ont été déboutées en cour et la fusion n'a pas eu lieu. La fusion présentait à notre avis un risque réglementaire préoccupant, c'est pourquoi nous nous sommes abstenus de

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. HFRI ED : indice d'arbitrage sur fusion (couvert en CAD)

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

³ LSEG Global Mergers & Acquisitions Review - First Nine Months 2024 | Financial Advisor

participer à la transaction. Cela illustre bien les obstacles auxquels se sont heurtés les F&A et les arbitrages sur fusion au cours des dernières années. Sous la deuxième administration Trump, on s'attend à un assouplissement de la réglementation, à une SEC plus amicale envers les activistes, à de possibles baisses de taxes et à un environnement plus stimulant pour les F&A.

Mise à jour sur le marché des SAVS

En octobre, il y a eu sept PAPE de SAVS, qui ont recueilli 1,2 milliard \$. Deux ententes de SAVS ont été conclues durant le mois et deux ont été liquidées⁴. À la fin d'octobre, il y avait sur le marché 207 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 14,3 milliards \$, et 101 d'entre elles cherchaient une cible. Les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 5,1 %⁵. Compte tenu du recul des rendements des SAVS, nous prévoyons que de l'argent, neuf ou recyclé, sera déployé dans l'arbitrage sur fusion et que notre exposition aux SAVS se rétrécira nettement dans les mois à venir.

Mise à jour sur le portefeuille

En octobre, le Fonds a pris des positions dans 10 nouvelles propositions de fusion et 13 des ententes qu'il détenait ont été menées à bien. Dans notre sphère d'investissement privilégiée que sont les petites et moyennes entreprises, l'activité de F&A a ralenti au cours du mois. Nous croyons que les négociateurs ont voulu laisser passer les élections américaines avant de finaliser les contrats et d'annoncer les offres définitives. Quoi qu'il en soit, le Fonds a quand même été actif, et le capital obtenu d'ententes conclues a été recyclé dans des ententes de fusion, nouvelles ou existantes, se négociant à des écarts attrayants. Nombre de nos plus importantes positions ont reçu, ou recevront sous peu, toutes les approbations nécessaires au parachèvement de la transaction, et nous espérons tirer pleinement parti de ces écarts dans les futures semaines. Nous continuons de trouver sur le marché des ententes à des prix intéressants et nous croyons que les F&A à petite et moyenne capitalisation se multiplieront au cours de semaines et des mois à venir. Le cours des petites entreprises a considérablement monté après les élections. Si l'on en croit le programme protectionniste de Trump, les entreprises nord-américaines dont les exploitations et les ventes ont lieu principalement aux États-Unis pourraient voir leur croissance augmenter. Le Fonds possède diverses expositions dans plusieurs secteurs, régions et types qui forment un heureux mélange d'acquisitions financières et stratégiques de grande qualité. Sachant où se situent aujourd'hui les écarts et les rendements concernés, nous préférons fortement l'arbitrage sur fusion à l'arbitrage sur SAVS. Nous nous attendons par conséquent à allouer de l'argent neuf ou recyclé à des ententes de fusion. À la fin d'octobre 2024, le Fonds dénombrait 27 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 \$.

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



Perspectives

Les marchés sont restés immobiles quelque temps avant les élections. Le S&P 500 a reculé de 0,9 % en octobre. L'indice NASDAQ a perdu 0,5 %, le S&P/TSX a grimpé de 0,9 % et le Russell 2000 s'est replié de 1,4 %. Puisque l'inflation continue de s'essouffler tant au Canada qu'aux États-Unis, les banques centrales ont fait savoir que les taux d'intérêt devraient poursuivre leur descente. Maintenant que les élections sont passées et que l'administration Trump prendra le pouvoir au début de l'année, nous croyons que le climat sera bientôt des plus favorables pour l'activité de F&A et les stratégies d'arbitrage. En effet, de nombreux facteurs susceptibles de faire croître l'activité de F&A sont présents, notamment la robustesse des marchés boursiers, le resserrement des écarts sur crédit, les bilans révélant que les entreprises et les sociétés de capital-investissement disposent d'une « poudre sèche » record et l'optimisme grandissant. Étant donné qu'il devrait y avoir sous la nouvelle administration des changements dans les politiques et les nominations, on s'attend à ce que les vents contraires qui ont nui aux F&A depuis quelques années se transforment en vents arrière. C'est un point de vue que partagent de grands banquiers et conseillers. Ils racontent que plusieurs de leurs clients qui attendaient sur la ligne de touche discernent maintenant des occasions de faire des affaires.

Nous croyons que l'arbitrage sur fusion convient particulièrement à un tel environnement en raison de sa faible corrélation avec les autres catégories d'actifs et de ses écarts supérieurs aux taux d'intérêt. Les investissements à revenu fixe de courte durée vont sans doute devoir relever les défis que pose le déclin des taux d'intérêt. Quant aux investissements à revenu fixe de longue durée, leur avenir est incertain, car il dépend de l'équilibre entre les réductions de taux à court terme et les effets inflationnistes à plus long terme de certaines politiques de Trump. Le contexte lui étant favorable, l'arbitrage sur fusion est une stratégie alternative liquide peu risquée, avantageuse fiscalement et très intéressante pour qui veut protéger et diversifier son portefeuille.

Amar Pandya, CFA

20 novembre 2024

