

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,24 %¹ en septembre 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a rapporté 0,97 % pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 2,3 billions \$ au cours des neuf premiers mois de 2024, ce qui représente une hausse de 16 % par rapport à pareille date l'an passé². Soulignons que cette hausse de valeur s'est produite alors qu'il y a eu une baisse de 20 % dans le nombre des ententes, ce qui signifie que la taille de l'accord moyen augmente. En ce qui a trait aux très grandes ententes de plus de 10 milliards \$, le volume s'est relevé de 35 % mondialement et celles valant moins de 500 millions \$ ont décliné de 9 %. Le retour d'accords plus considérables est bon signe. Il indique que la confiance des acheteurs remonte, surtout quand on sait qu'il est plus complexe et plus risqué de financer une grande acquisition qu'une plus modeste. Les États-Unis comptent près de la moitié de toutes les F&A mondiales. Il s'agit d'un sommet en cinq ans et cela traduit bien la force actuelle du marché américain des actions et du crédit. Sur le plan sectoriel, l'activité des ententes technologiques mène le bal, suivie par celle des finances, de l'énergie et de l'électricité. La prédominance de ces secteurs reflète le désir des acheteurs d'acquérir des compétences en IA, en technologies infonuagiques, en électrification et en technologies financières, alors que le secteur financier bénéficie d'un accroissement notable dans la consolidation des banques régionales. Les banques d'investissement, les conseillers et les consultants en F&A croient que l'activité se maintiendra jusqu'à la fin de l'année et, considérant que les banques centrales mondiales sabrent les taux d'intérêt, nous pourrions même assister à une recrudescence.

Les acquisitions financées par le capital-investissement ont représenté près d'un quart de toutes les activités de F&A en septembre, en hausse de 20 % par rapport aux neuf premiers mois de 2023. La valeur globale des accords financés par le capital-investissement est de 40 % supérieure à celle de l'an passé et se trouve à être la quatrième période en importance depuis qu'on tient un registre. Les acquisitions par capital-investissement ont explosé au cours des deux dernières décennies, passant de 10 % des ententes en 2001 à 40 % de l'activité totale en 2022³. Étant donné le fardeau réglementaire, les reports et les exigences en matière d'audit, et l'obligation de distribuer des informations de mise en marché et financières aux investisseurs publics, être une entreprise publique est une affaire complexe

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

³ <https://www.themiddlemarket.com/news-analysis/private-equity-investors-account-for-40-percent-of-u-s-deals>

et coûteuse. Pour une entreprise privée, ces soucis peuvent être évités ou minimisés. Au sein d'une société publique, les récompenses accordées à la direction peuvent être influencées par le court terme puisqu'il y a obligation de rendre des comptes trimestriellement, et que ces résultats peuvent avoir une incidence sur le cours de l'action de l'entreprise. Au sein d'une société privée, les récompenses données à la direction peuvent être en lien avec la croissance à long terme de la valeur intrinsèque, créant ainsi une meilleure cohésion entre la direction et les propriétaires. Depuis toujours, le marché public a donné accès à une abondance de capital, mais cela risque de changer. En effet, on assiste à l'émergence d'un écosystème de prêteurs privés qui offrent aux acheteurs par capital-investissement un accès identique à celui du marché public. Si l'on prend en compte ces avantages, ainsi que les réserves de liquidités considérables qui dorment dans les coffres des sociétés de capital-investissement en attendant d'être déployées, il est fort probable que ces sociétés demeureront des acheteurs prédominants d'entreprises publiques pendant quelque temps encore.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le marché des SAVS a poursuivi sa remontée en septembre, et la capitalisation boursière des SAVS en circulation a été supérieure à celle du mois précédent. Plusieurs SAVS ont annoncé leur PAPE durant le mois et, si l'on se fie au nombre de demandes récemment déposées, d'autres promoteurs se préparent à lancer de nouvelles SAVS d'ici peu. Bien que ces SAVS sont souvent soutenues par des promoteurs chevronnés et connus pour trouver et conclure des ententes, aucune des SAVS de cette nouvelle mouture n'a encore annoncé de fusion. Il y a vraisemblablement des occasions à saisir, étant donné l'absence de PAPE depuis presque deux ans et ce qu'il en coûte pour fonder une entreprise : un fardeau lourd à porter pour plusieurs entreprises naissantes. Nous continuons à suivre de près les nouvelles SAVS. Nous n'avons cependant l'intention d'investir que dans celles offrant le meilleur rendement potentiel en matière d'arbitrage.

En septembre, il y a eu cinq PAPE de SAVS. Trois ententes de SAVS ont également été conclues durant le mois et deux ont été liquidées⁴. À la fin de septembre, il y avait sur le marché 206 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 13,3 milliards \$, et 109 d'entre elles cherchaient une cible. L'exposition du Fonds aux SAVS est demeurée plus élevée que pendant le reste de l'année bien qu'elle ait décliné ce mois-ci, car plusieurs SAVS ont été rachetées ou liquidées.

Comme les nouvelles SAVS livrent concurrence sur le plan du capital aux SAVS existantes, nous avons remarqué un élargissement des taux de rendement d'arbitrage obtenus des liquidations et des rachats. À la fin de juin 2024, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un revenu à l'échéance de 8,08 %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 américaines, sans compter que le risque de crédit est plus faible, la durée plus courte et les

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



avantages fiscaux plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

Mise à jour sur le portefeuille

Après s'être montré très actif ces derniers mois, le Fonds a ralenti en septembre en investissant dans dix nouvelles ententes de fusion tandis que six des accords figurant au portefeuille ont été menés à bien. Les écarts en matière d'arbitrage sur fusion restent larges sur une base tant relative qu'absolue en raison du volume accru des ententes de F&A, du fardeau réglementaire et de l'augmentation des F&A du côté des petites entreprises. Nous identifions les ententes de fusion possibles ou préexistantes grâce à plusieurs filtres, bases de données et services. Depuis la création du Fonds, nous n'avons jamais vu un tel nombre d'accords potentiels « sur la table » dans la sphère des petites et des moyennes entreprises nord-américaines. Cela comprend des entreprises ayant fait l'objet de marques d'intérêt, d'une offre non définitive, d'un examen stratégique suivant une marque d'intérêt ou une rumeur plausible. On ne peut pas affirmer que la majorité de ces ententes possibles donnera lieu à des accords de fusion définitifs, mais ce sera sans doute le cas pour un bon nombre d'entre elles, et cela indique que les marchés sont prêts à accueillir plus d'ententes. Bref, l'activité de F&A dans notre sphère d'investissement privilégiée que sont les petites entreprises est robuste. Mais en plus, nous suivons de près plusieurs ententes à grande capitalisation se négociant à des écarts larges à cause de la forte surveillance réglementaire, dont Albertsons Companies Inc. (NYSE : ACI), Ansys Inc. (NASDAQ : ANSS), Capri Holdings Limited (NYSE : CPRI) et Kellanova (NYSE : K). Ces fusions verront sans doute d'ici quelques mois des catalyseurs se matérialiser et venir bloquer ou soutenir leurs acquisitions, et cela pourrait donner lieu à ces occasions d'investissements intéressants à un certain moment. Nous continuons aussi à observer qu'il y a beaucoup d'effervescence dans notre spécialité, c'est-à-dire les petites et les moyennes entreprises. Le Fonds demeure entièrement investi étant donné la quantité d'occasions en matière d'arbitrage sur fusion et sur SAVS de qualité. À la fin de septembre 2024, le Fonds dénombrait 36 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 26 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Les principaux indices boursiers ont poursuivi leur ascension en septembre après avoir subi un recul au début du mois. Le S&P 500 a prospéré de 2,1 % en septembre. L'indice NASDAQ a grimpé de 2,8 %, le S&P/TSX de 2,8 % et le Russell 2000 de 0,7 %. La Fed a opéré une baisse imposante de 50 pb ce mois-ci, réduisant ainsi le taux directeur pour la première fois depuis mars 2020. Au Canada, la Banque du Canada a encore soustrait 25 pb aux taux d'intérêt. Elle a ajouté qu'elle pourrait accélérer le rythme d'ici la fin de l'année si le ramollissement des données économiques et le ralentissement de l'inflation le commandaient. Nous nous attendons à ce que la baisse des taux alimente l'activité de F&A, tant du côté des investisseurs stratégiques que financiers. Sachant que les investissements dans les titres à revenu fixe de courte durée font face à un vent contraire (à cause du déclin de taux d'intérêt), tandis que l'arbitrage sur fusion bénéficie d'un vent arrière dû à l'activité débordante et les écarts larges, le climat est très favorable pour investir dans l'arbitrage sur



fusion. Nous continuons de voir d'un œil optimiste l'avenir de l'activité de F&A, des rendements sur arbitrage sur fusion et des F&A à petite capitalisation en particulier.

Les élections américaines imminentes pourraient être un tournant pour l'activité de F&A et les rendements sur arbitrage sur fusion. Au cours des dernières années, l'environnement réglementaire a été pénible. En effet, la présidente de la Federal Trade Commission, Lina Kahn, et le procureur adjoint de la US Department of Justice Antitrust Division, Jonathan Kanter, ont adopté une approche hostile en matière de réglementation des fusions. Cela a sans doute occasionné la diminution de l'activité de F&A en créant de l'incertitude quant à la conclusion des ententes et empêchant ainsi la matérialisation de plusieurs accords. Ce climat hostile a aussi retardé plusieurs fusions de grande taille. Étant donné qu'il se peut que certaines des principales règles changent — que ce soit Harris ou Trump qui l'emporte —, le dernier trimestre de l'année s'annonce fertile pour l'arbitrage sur fusion. Nombre d'accords aux prises avec des aléas réglementaires arrivent à l'étape des dernières approbations, mais ils se négocient encore à des écarts larges que, dans certains cas, nous jugeons mal fondés. Nous allons évaluer ces ententes avec le plus grand soin et nous croyons qu'il s'y trouve des occasions d'investissement intéressantes.

Amar Pandya, CFA

10 octobre 2024

