

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 repliés l'un comme l'autre de -0,1 %¹ en décembre 2024. Pendant ce temps, l'indice HFRI ED : Merger Arbitrage (USD) a rapporté 0,4 %². En 2024, le Fonds d'arbitrage a grimpé de 3,7 %, le Fonds d'arbitrage Plus de 4,2 % et le HFRI ED : Merger Arbitrage (USD) de 5,9 %.

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé près de 3,4 billions \$ en 2024, ce qui représente une hausse de 8 % par rapport à l'an passé qui avait été la plus faible en 10 ans³. Soulignons que la taille moyenne des ententes a augmenté en 2024 alors que leur nombre a décliné. Le retour des grandes transactions devrait créer des conditions favorables en 2025, et l'activité devrait s'accélérer maintenant que les élections sont passées. Le climat entourant les ententes s'était déjà amélioré avant les élections. En effet, la baisse des taux d'intérêt et la vigueur des marchés financiers avaient redonné aux négociateurs la confiance et le capital nécessaires pour conclure des accords. À la suite de l'élection plus que convaincante de l'administration Trump et compte tenu de son programme proaffaires, nous croyons que les F&A vont rebondir. Certains éléments sont susceptibles de favoriser les F&A, notamment les personnes nommées par Trump à la tête de la FTC et du DOJ qui pourraient changer la réglementation. En outre, certains signes indiquent que les taxes imposées aux sociétés pourraient baisser, et que d'autres politiques axées sur la croissance pourraient être adoptées. Considérant que les principales préoccupations du marché portent, entre autres, sur l'intelligence artificielle, l'électrification, le rapatriement des chaînes d'approvisionnement et l'accent mis par les entreprises sur l'acquisition de capacités et de ressources humaines, 2025 s'annonce prometteur pour les F&A.

L'augmentation notable des fusions horizontales d'après l'élection indique clairement que les négociateurs d'ententes croient que la situation réglementaire a changé. Une fusion horizontale a lieu lorsque deux concurrents ou deux entreprises ayant une vocation semblable ou fonctionnant dans une industrie similaire s'unissent afin d'accroître leur efficacité en augmentant leur taille et leur marché. Sous l'administration Biden, ces fusions étaient étroitement examinées et fortement remises en cause par les autorités réglementaires puisqu'elles risquaient d'amoindrir la concurrence à l'intérieur d'une industrie et de donner aux entreprises un pouvoir excessif en matière de fixation des prix et, de ce fait, nuire aux consommateurs et aux concurrents. Exemple d'une telle fusion, l'offre

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. Indice HFRI ED : Merger Arbitrage (couvert en CAD)

² L'indice de référence du Fonds est le HFRI ED : Merger Arbitrage (couvert en CAD).

³ <https://www.mofo.com/resources/insights/250109-m-a-in-2024-and-trends-for-2025>

d'achat de 13 milliards \$ de l'entreprise de publicité Interpublic Group of Companies Inc. par son concurrent Omnicom Group Inc. — offre faite en décembre — combinerait deux des six principales sociétés de publicité au monde. Les fusions proposées entre les deux grandes entreprises d'emballage de produits de consommation Berry Global Group Inc. et Amcor plc, et entre les deux fournisseurs d'images Getty Images Holdings Inc. et Shutterstock Inc. sont également des exemples de fusions horizontales ayant été annoncées après les élections. Ces fusions n'auraient sans doute pas été entérinées par la FTC et le DOJ sous l'administration Biden. Les marchés vont donc les suivre de près, car si elles étaient approuvées sous l'administration Trump, cela indiquerait un changement marqué dans la politique réglementaire et l'arrivée d'un catalyseur majeur pour les F&A.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Outre le fait que l'avenir est prometteur pour les F&A et l'arbitrage sur fusion, on attend aussi de l'administration Trump qu'elle ait un effet positif sur le secteur des SAVS, par exemple sous forme de rencontres amicales et de changement dans les réglementations. Howard Lutnick, PDG et président du conseil de Cantor Fitzgerald, le plus important souscripteur de SAVS en 2024 et promoteur de plusieurs d'entre elles, a été nommé par le président Trump à la tête du ministère du commerce. Gary Gensler, président de la SEC, qui s'est fortement opposé aux SAVS et qui a promulgué des règlements et des politiques agressives pour restreindre les SAVS, sera démis de ses fonctions et remplacé en janvier par une personne nommée par Trump. Sur ce fond réglementaire plus favorable, le secteur des SAVS pourrait redevenir populaire en tant que moyen viable pour les jeunes entreprises privées d'entrer en bourse et d'accéder à du capital.

En décembre, les SAVS ont été à l'origine de sept PAPE, qui ont recueilli 1,1 milliard \$. Trois ententes de SAVS ont été conclues durant le mois et deux ont été liquidées⁴. Une reprise notable de l'activité des SAVS s'est produite au deuxième semestre de 2024, et 57 SAVS ont été conclues au cours de l'année contre 35 l'année précédente. À la fin de l'année, il y avait sur le marché 199 SAVS actives avec des actifs de 14,9 milliards \$, et 105 d'entre elles cherchaient une cible. Les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un taux de rendement à l'échéance de 4,74 %⁵. Comme le taux de rendement médian des SAVS a dégringolé de 9 % au début du quatrième trimestre pour culminer à moins de 5 % à la fin de l'année, le Fonds entend réduire son exposition à celles-ci en faveur de l'arbitrage sur fusion proposant des taux de rendement plus intéressants.

Mise à jour sur le portefeuille

L'activité en matière d'ententes a repris en décembre lorsqu'ont été relancées celles attendant que les élections soient passées. Les négociateurs qui hésitaient à annoncer des ententes avant les élections, dont les résultats étaient incertains, ont maintenant une vision plus nette de ce que pourrait être la situation des F&A sous la présidence Trump. Nous avons profité de cette relance pour mettre en place 16 positions dans de nouvelles ententes au cours du mois, pendant lequel six des ententes détenues par le Fonds ont été menées à

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>



bien. Notamment, nous avons pris des positions dans plusieurs ententes de fusion à petite capitalisation étant selon nous de grande qualité et se négociant en fonction d'un rendement prévu d'environ 8 %. Compte tenu du grand nombre de bonnes occasions et des rendements attrayants, nous avons bon espoir qu'il s'agit là d'un signe annonciateur de ce que pourrait être l'arbitrage sur fusion sous la nouvelle administration. Étant donné que les rendements des SAVS chutent à mesure que celles arrivées à échéance sont liquidées, et que les nouveaux PAPE comportent moins d'avantages propres à améliorer les rendements, nous allons investir le capital prioritairement dans des transactions en arbitrage sur fusion.

Lorsque nous examinons les fonds d'actions de Pender, nous jugeons encourageantes les perspectives pour les F&A à petite capitalisation puisque les portefeuilles d'actions de notre société regorgent de ce que nous estimons être des cibles d'achat attrayantes. Des douzaines de sociétés figurant dans les fonds d'actions de Pender ont récemment reçu des marques d'intérêt, ont effectué des examens stratégiques, ont en leur sein un investisseur activiste ou comportent de nouvelles mesures de compensation en matière de gestion en prévision d'une vente. Les ententes de F&A qui font ou faisaient partie de la composante en actions de Pender ont toujours compté parmi les poids lourds du Fonds et les plus importants contributeurs à sa performance. Devant notre portefeuille d'actions propre à tirer profit d'un éventuel flux d'ententes et un marché avantageux pour les F&A à petite capitalisation, nous ne pouvons que nous réjouir de ce qui attend cette stratégie dans les mois et les trimestres à venir. À la fin de décembre 2024, le Fonds dénombrait 37 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 30 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Bien que le dernier mois de l'année ait été déstabilisé par la baisse de la plupart des marchés boursiers, 2024 n'en demeure pas moins une année exceptionnelle pour les indices boursiers. En effet, le S&P 500 a prospéré de 25,0 %, le NASDAQ a grimpé de 29,6 %, le S&P/TSX de 21,7 % et le Russell 2000 de 11,5 %. La vigueur des actions a fait naître un sentiment d'euphorie, monter les valeurs dans plusieurs sphères du marché et croître la spéculation du côté des actifs risqués. Pour la quatrième année de suite, le S&P 500 a mieux fait que le Russell 2000, élargissant encore l'écart de valeur entre les petites et les grandes entreprises. Comme on ne connaît pas l'étendue du marché, il se peut que certains défis économiques frayent sous la surface. Toutefois, cela améliore le potentiel des F&A à petite capitalisation puisque les concurrents plus importants et les acheteurs financiers cherchent à tirer profit des valeurs attrayantes des petites entreprises. Comme l'administration Trump affectera de nouvelles personnes aux postes clés en matière d'antitrust et qu'elle plaide en faveur de la déréglementation et d'une politique favorisant la croissance et les affaires, l'activité de F&A devait s'accélérer.

Si l'avenir des F&A en 2025 nous semble prometteur, celui du marché est moins évident à cause de la valeur historiquement élevée des actions. L'évolution immédiate et finale des taux d'intérêt reste elle aussi incertaine. La Fed marche sur un fil de fer. Elle doit composer avec le déclin de l'inflation tout en tenant compte d'un marché du travail plus fort que prévu et des possibles conséquences de l'imposition de tarifs douaniers par l'administration



Trump. Les taux d'intérêt ayant diminué au cours de 2024, les investisseurs ont eu peu d'occasions d'investissement favorables puisque la plupart des placements peu risqués, de courte durée et à revenu fixe offraient des rendements inférieurs à 4 %. Des stratégies alternatives comme l'arbitrage sur fusion donnent aux investisseurs cherchant à diversifier leurs portefeuilles l'occasion de faire des investissements peu risqués, non corrélés et fiscalement efficaces. Si l'inflation reste élevée ou si elle s'accroît en raison des politiques de la nouvelle administration des États-Unis, on pourrait se retrouver en présence d'un contexte semblable à celui de 2022 pendant lequel la corrélation entre les actions et les obligations s'était resserrée. Sachant que les perspectives avantagent les F&A, que les écarts sont relativement larges et que les avantages sur le plan de la diversification sont alléchants, 2025 pourrait fort bien être une bonne année pour augmenter l'exposition de votre portefeuille à l'arbitrage.

Amar Pandya, CFA

27 janvier 2025

