

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 0,6 % et de 0,9 %¹ en juillet 2025. Pendant ce temps, l'indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED (en USD) a rapporté 1,1 %².

Mise à jour sur le portefeuille

Juillet a été un autre mois positif pour le Fonds. Plusieurs de ses actifs phares, ayant obtenu toutes les approbations réglementaires requises, ont mené à bien leur fusion, ce qui a permis au Fonds de tirer profit des écarts. Ce mois, qui avait commencé lentement comme cela arrive souvent en été quand les négociateurs, les conseillers et les banquiers sont en vacances, s'est soudainement transformé en course folle. Pour le Fonds, l'occasion était parfaite. Nous avons rapidement redéployé le capital tiré des accords conclus vers les nouvelles et très nombreuses ententes de grande qualité ayant été annoncées en juillet. Pendant l'effervescence de cette fin de mois, le Fonds a mis en place 17 positions dans de nouvelles ententes et 18 des accords qu'il détenait ont été parachevés. Malgré l'annonce de plusieurs très grandes ententes, nous continuons de privilégier celles plus modestes, qui sont moins risquées et d'une durée plus courte en plus d'avoir le potentiel de générer un TRI plus élevé. À la fin de juillet 2025, le Fonds dénombrait 32 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 25 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. Le mois a également été actif en matière de SAVS. Le Fonds a acquis ou accru des positions dans plusieurs PAPE de SAVS. En effet, nous continuons de croire qu'un bel avenir attend les SAVS, qui offrent un potentiel de hausse assorti d'un risque de perte limité, car leur valeur est étayée par la somme des liquidités entières. Nous demeurons convaincus qu'un vent arrière propulse les F&A et l'arbitrage sur SAVS, que la configuration du dernier semestre de 2025 s'annonce solide et que notre portefeuille de transactions en est un de grande conviction.

Mise à jour sur le marché des F&A

L'activité de F&A s'est intensifiée en juillet. Au cours des sept premiers mois de l'année, plus de 2 billions \$ d'accords ont été annoncés, ce qui est 30 % de plus que l'année précédente. Pendant les dernières semaines de juillet, il y a eu une nette augmentation des F&A, de telle sorte que l'activité a atteint un sommet inégalé depuis des années. Deux des plus importantes ententes de fusion alors en activité — c'est-à-dire l'acquisition par Chevron Corporation (NYSE : CVX) de Hess Corporation (NYSE : HESS) pour environ 60 milliards \$ et celle par Synopsys Inc. d'Ansys Inc. (NASDAQ : ANSS) pour plus ou moins 36 milliards \$ —

¹ 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/>

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

ont obtenu toutes les approbations réglementaires requises et ont été officiellement conclues au cours du mois. Nous croyons que l'issue heureuse de ces ententes fait état d'un changement majeur dans l'attitude des instances régulatrices, particulièrement en ce qui a trait aux accords à grande et à très grande capitalisation. Depuis la nomination par l'administration Trump de nouvelles personnes aux postes clés des agences réglementaires des États-Unis et comme les gouvernements étrangers redoutent de subir des représailles si elles bloquaient une fusion menée par une entreprise états-unienne, nous voyons des fusions qui auraient été scrutées en long et en large sous l'ancienne administration satisfaire haut la main aux exigences des autorités. Étant donné que le Fonds se concentre essentiellement sur les ententes de fusion à petite et moyenne capitalisation, les aléas réglementaires ne représentent pas pour nous un réel problème. Cependant, le contexte administratif plus cordial devrait faire grimper le nombre de F&A sur le marché et encourager les acheteurs à sortir de leur réserve et à s'engager dans des transactions plus considérables et plus complexes. Le retentissement de cette nouvelle attitude a pris tout son sens à la fin du mois, lorsque Union Pacific Corporation (NYSE : UNP) a annoncé l'acquisition pour 85 milliards \$ de Norfolk Southern Corporation (NYSE : NSC). Bien que cette fusion fera sans aucun doute l'objet d'un examen long et profond, le fait que les deux entreprises aient été assez confiantes pour envisager et annoncer une fusion dans le secteur ferroviaire très concentré montre bien qu'on se reprend à croire que la réglementation des États-Unis puisse être favorable à une consolidation. Nous croyons que les vannes vont s'ouvrir devant les F&A dans les mois à venir, car les négociateurs, les banquiers, les experts-conseils et les équipes de direction témoignent tous du bouillonnement qui anime les F&A.

Mise à jour sur le marché des SAVS

2025 a été l'année des transactions mettant en jeu l'écosystème des SAVS axés sur la cryptomonnaie, certaines des plus imposantes et des plus performantes fusions par SAVS ayant été occasionnées par l'activité dans la sphère des actifs numériques. Au printemps, Cantor Equity Partners Inc., un ancien actif du Fonds, a annoncé avec Twenty One Capital une fusion créant une entreprise de trésorerie en bitcoins dont les propriétaires majoritaires sont Tether et Bitfinex. ProCap BTC, société de services financiers centrée sur le Bitcoin, a également annoncé au cours du mois une fusion avec la SAVS Columbus Circle Capital Corp I par laquelle sera formée une entreprise de trésorerie en bitcoins. Nous ne pensons pas que l'essor des trésoreries en bitcoins se prolongera une fois que le marché sera saturé par ces entités sous toutes leurs formes, mais cette suite d'ententes met en lumière certains des avantages inhérents au fait d'entrer en bourse par le biais d'une SAVS. Le monde de la cryptomonnaie semble être fait pour les SAVS. En effet, celles-ci ont pour caractéristiques d'offrir un accès rapide au capital, des liquidités immédiates aux premiers investisseurs et la possibilité de négocier les valeurs tout en contrôlant le narratif, ce qui est essentiel pour créer de l'intérêt et faire monter les prix. À mesure que le marché remarquera le pont jeté par les SAVS entre la finance numérique émergente et les marchés boursiers structurés, il

se pourrait bien que d'autres industries nouvelles commencent à vouloir fusionner avec des SAVS³.

En juillet, les SAVS ont été à l'origine de 13 PAPE de SAVS, qui ont recueilli 2,5 milliards \$. Quatre ententes ont été conclues et une a été liquidée⁴. À la fin de juillet, il y avait sur le marché 241 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 28 milliards \$, et 148 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 3,76 %⁵. Étant donné que l'activité sur le plan des PAPE de SAVS n'a cessé de croître au cours des derniers trimestres et que la liquidation des SAVS échues se poursuit, la durée moyenne d'une SAVS s'est déplacée vers les nouvelles émissions. De ce fait, le rendement à l'échéance est un indicateur moins pertinent pour mesurer la performance potentielle. Pour les plus récentes SAVS, l'optionnalité inhérente aux parts des SAVS, de même que les garanties et les droits que ces parts comportent généralement, sont les principaux moteurs des rendements potentiels. Étant donné qu'une SAVS est protégée contre les baisses par l'argent détenu en fiducie, les SAVS constituent un investissement structuré attrayant dans le contexte actuel avec leur profil risque/rendement favorable.

Perspectives

Avec sa politique tarifaire et commerciale, l'administration Trump a certes semé de l'incertitude, de la volatilité et de la confusion. Il n'en demeure pas moins qu'elle s'est montrée limpide et cohérente en matière de réglementation sur les fusions. Grâce à ce revirement en matière de réglementation et au fait que celle-ci soit désormais plus constructive, cohérente et prévisible, on s'attend à ce que les négociateurs annoncent une flopée d'acquisitions dans les semaines et les mois à venir. Les plus petites entreprises devraient continuer à bénéficier de cette croissance étant donné que leur marché est principalement intérieur et que leur accès au financement est relativement aisé. L'essor des SAVS se poursuit au gré des nouvelles et robustes émissions et du flux constant de fusions annoncées. Le fait que la Fed se trouve dans une situation délicate quant à l'évolution des taux d'intérêt d'une part, et que les marchés boursiers touchent des sommets d'autre part, crée de l'incertitude. Sur le marché, la cupidité a remplacé la peur et, dans certaines sphères, les valeurs sont étirées à l'extrême. Dans ce contexte, en raison de sa courte durée et de ses rendements absolus, l'arbitrage constitue un ajout dont pourrait bénéficier tout portefeuille d'investissement.

Amar Pandya, CFA

25 août 2025

³ JDSupra - SPAC Activity in Crypto: Revival, Risks & Rewards, <https://www.jdsupra.com/legalnews/spac-activity-in-crypto-revival-risks-4726840/>

⁴ Recherche sur les SAVS

⁵ <https://www.spacinsider.com/>

