

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 0,4 % et de 0,7 %¹ en juin 2025. Pendant ce temps, l'indice d'arbitrage sur fusion HFRI ED (en USD) a rapporté 2,7 %².

Mise à jour sur le portefeuille

Juin a été un autre mois positif pour le Fonds, car plusieurs de ses avoirs clés ont tiré profit du resserrement des écarts. Nous sommes restés actifs en prenant des positions dans de nouvelles ententes et en tirant avantage de la volatilité du marché pour renchérir sur des accords existants, ce qui nous a permis d'édifier des positions dont les rendements implicites sont attrayants. En juin, le Fonds a mis en place 15 positions dans de nouvelles ententes et 10 des accords qu'il détenait ont été parachevés. Même si l'activité diminue durant les beaux jours de l'été, nous restons à l'affût de toute occasion nous permettant de redéployer le capital tiré des fusions menées à bien. Nous continuons de nous concentrer sur les ententes plus modestes qui, en plus d'être moins risquées et de plus courte durée, ont le potentiel de produire des rendements supérieurs en raison de la hausse des prix en chemin vers la clôture et des guerres d'enchères qui font monter le prix d'achat. À la fin de juin 2025, le Fonds dénombrait 32 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 24 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$. Le Fonds a également été actif en matière de SAVS, en participant à plusieurs PAPE au cours du mois. La demande pour les SAVS demeure considérable, car l'aspect risque/rendement attrayant des SAVS accroît l'intérêt pour cette classe d'actifs. Le contexte transactionnel reste favorable à l'arbitrage tant sur fusion que sur SAVS, ce qui nous permet de détenir un portefeuille d'ententes de grande qualité et à forte conviction.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Le mois dernier, j'ai assisté à la conférence SAVS 2025 à Westchester NY. Cet événement annuel rassemble les plus grands esprits de l'industrie des SAVS — souscripteurs, promoteurs, consultants et fournisseurs de services —, mais aussi des entreprises cibles potentielles cherchant à fusionner avec une SAVS pour entrer en bourse. En discutant avec des habitués de la conférence, j'ai constaté un changement notable dans le ressenti des principaux acteurs du secteur qui se montrent de plus en plus positifs quant à l'avenir des

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-alternatif-a-rendement-absolu-pender/>

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

SAVS. Le nombre de PAPE venant des SAVS a rebondi cette année. On prévoit que cette activité s'intensifiera au cours de la prochaine année. En effet, le contentement continue de s'améliorer, ravivé par l'augmentation de la demande pour les SAVS et la performance positive réalisée par le cours des récents PAPE de SAVS et des fusions annoncées. J'ai pu discuter avec des PDG et des fondateurs de plusieurs entreprises privées qui songeaient à entrer en bourse et à lever des fonds par l'entremise d'une SAVS. Selon eux, la certitude de parachever la transaction, les coûts inférieurs et les courts délais comptaient parmi les avantages les incitant à se tourner vers une fusion avec une SAVS. Les participants sondés lors de cet événement ont choisi les secteurs des technologies, des soins de la santé/sciences de la vie, de l'IA/robotique, de l'énergie et des technologies financières (fintech) comme étant les plus intéressants sur le plan des SAVS, choix étayé par le fait que plusieurs des fusions avec une SAVS ayant été annoncées cette année engagent des cibles appartenant à ces secteurs. Étant donné que la popularité des SAVS grandit, nous constatons que les investisseurs généralistes s'intéressent de plus en plus à elles aussi, parce qu'un tel investissement a un bon potentiel de croissance mais un faible risque de déclin, ce qui est des plus attrayants dans le contexte actuel.

Après un mois de mai exceptionnel en matière de PAPE de SAVS, cet essor s'est poursuivi en juin alors que 10 d'entre elles ont cumulé plus de 2 milliards \$ en capital. À la fin de juin, il y avait sur le marché 234 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 26 milliards \$, dont 144 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 3,75 %³. Étant donné que l'activité sur le plan des PAPE de SAVS n'a cessé de croître au cours du dernier trimestre 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 un nouveau PAPE de SAVS, les avantages qu'offrent les actions ordinaires et les bons de souscription sont les principaux moteurs quant à la performance des prix, tandis que la valeur nette des actifs détenus par la fiducie et investis en bons du Trésor représente le filet de sécurité en cas de chute. Comme nous nous trouvons dans un marché qui suit les « vibrations » du moment où l'optimisme règne, les avantages d'une SAVS — si sa fusion annoncée est bien accueillie par le marché, ce qui fait monter son cours tout en limitant le risque que la valeur détenue en fiducie baisse — font de l'investissement dans son émission une occasion « pile je gagne, face je ne perds pas ».

Mise à jour sur le marché des F&A

Les activités mondiales de F&A ont totalisé 1,9 billion \$ au cours des six premiers mois de l'année, ce qui représente une croissance de 30 % par rapport à pareille date l'an passé. La remarquable augmentation d'une année sur l'autre du volume de F&A fait ressortir le contraste sidérant qui existe entre le flux d'ententes conclues et la manière dont le marché

³ <https://www.spacinsider.com/>



perçoit l'activité de F&A. L'année 2025 s'annonce vigoureuse sur le marché des F&A. En effet, si l'inquiétude quant aux tarifs douaniers a dans un premier souffle coupé l'appétit des conseils d'administration pour ce genre de transaction, il semble que ce ne soit plus un frein aux acquisitions. Cela s'explique peut-être en partie par le fait que le marché a eu le temps de se remettre du choc initial causé par les multiples annonces de tarifs douaniers lors du « jour de la libération », et qu'il les considère désormais comme un stratagème transactionnel destiné à extorquer des accords commerciaux. Mais il se peut aussi que les négociateurs se soient habitués aux contrecoups depuis la COVID et qu'ils les utilisent à leur avantage lorsqu'ils négocient une fusion. À notre avis, ce ne sont ni la hausse des taux d'intérêt, ni la volatilité du marché, ni les nombreux chocs macroéconomiques qui ont été les principaux obstacles pour les F&A, mais bien le contexte réglementaire, lequel a beaucoup changé depuis les élections de 2024 aux États-Unis. Le président Biden avait signé en juillet 2021 un décret exécutif sur « la promotion de la concurrence dans l'économie américaine » permettant aux principales instances en matière de réglementation d'adopter une approche agressive et hostile quant à l'approbation des fusions et des acquisitions. L'effet sur l'activité de F&A a été désastreux en ce que plusieurs négociateurs ont préféré se retirer sur la ligne de touche, peu disposés à s'engager dans un accord sous l'ancien régime réglementaire. Bien que le contexte n'ait pas toujours été facile pour les F&A sous l'administration Trump, celle-ci s'est toutefois montrée plutôt accommodante sur le plan réglementaire. La nouvelle direction du DOJ et de la FTC, nettement moins obstructionniste, se montre désireuse de travailler avec les entreprises à négocier un accord ou un désinvestissement et d'ainsi permettre à une entente d'aller de l'avant. Les résultats ne se sont pas fait attendre. Plusieurs ententes de fusion fortement capitalisées — dont l'acquisition pour 14 milliards \$ de Juniper Networks Inc., celle pour 60 milliards \$ de Hess Corporation et celle pour 36 milliards \$ d'ANSYS Inc. — ont été approuvées. Plusieurs autres reçoivent un avis de dissolution anticipée touchant à la période d'attente réglementaire, ce qui suppose une conclusion plus rapide. Dans ce climat réglementaire plus constructif, la machine à rumeurs s'est emballée, et il se pourrait bien que nous assistions à un dernier semestre de 2025 explosif pendant lequel un grand nombre de F&A potentielles tenues en laisse depuis des années prendront leur envol.

Perspectives

En dépit d'un contexte macroéconomique compliqué, les marchés boursiers nord-américains ont poursuivi leur ascension en juin, escaladant avec assurance le « mur de l'inquiétude ». Il semble que les investisseurs fassent fi des signaux économiques ambigus, y compris des données peu enthousiasmantes sur la croissance, les pressions inflationnistes latentes et la perpétuelle rhétorique sur les tarifs. Le club des entreprises dominant le marché reste très sélect et réunit surtout les géants de la tech, tandis que les marchés canadiens se maintiennent à flot grâce au secteur des matériaux. Malgré les efforts des groupes de pression, des tactiques va-t'en guerre et des pressions politiques croissantes de l'administration des États-Unis réclamant la réduction des taux d'intérêt afin de stimuler la croissance et de faire baisser le loyer de l'argent, la Fed n'a pas bronché sous l'égide du



président Powell. La Fed, devant les marchés en hausse, un taux d'emploi stable et les conséquences imprévisibles des tarifs douaniers sur les prix à la consommation, préfère attendre la suite des événements. Cette situation produit de l'incertitude quant à l'avenir des marchés boursiers et obligataires et augmente la possibilité d'une corrélation entre ces deux catégories d'actifs clés.

Nous continuons d'analyser avec le plus grand soin les perspectives sur le plan de l'arbitrage tant sur fusion que sur SAVS. La vigueur discrète du marché des F&A de cette année a créé un climat propice aux ententes, en raison des écarts importants dans les accords à faible risque et une forte probabilité de conclusion qui ont pour effet d'accroître le taux de rentabilité interne. De plus, les guerres d'enchères se multiplient dans l'arène des petites fusions, ce qui est un autre facteur positif pour la performance du Fonds. Comme la réglementation s'est radoucie et qu'il y a beaucoup d'argent dans les coffres, nous prévoyons que l'activité de F&A s'intensifiera d'ici la fin de l'année. La composante d'arbitrage sur SAVS du Fonds est également en bonne posture, car les SAVS ont un profil risque/rendement exceptionnel qui ne peut qu'être profitable si la spéculation reste vive. La valeur fiduciaire offre aussi une protection si le marché devait prendre une mauvaise tournure. Le Fonds continue d'obtenir de bons résultats dans cette conjoncture qui invite à croire que les F&A et les SAVS feront aussi bien au dernier semestre qu'au premier.

Amar Pandya, CFA

30 juillet 2025