

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Faits saillants

- Juillet a été un autre mois positif pour le Fonds; plusieurs ententes touchant des actifs parmi les plus considérables ont été menées à bien, nous permettant de récolter et de redéployer du capital. Parmi les principales ententes : Apartment Income REIT, Vericity Inc, National Western Life Insurance Co, Everbridge Inc et Argonaut Gold Inc.
- Notre performance a aussi bénéficié de la remontée des marchés boursiers, de l'effervescence de l'activité en matière d'ententes et de la surperformance des titres à petite capitalisation, lesquelles ont entraîné le resserrement des rendements de la plupart des ententes au sein du Fonds.
- Le Fonds a pris des positions dans 19 propositions de fusion et 14 des ententes qu'il détenait ont été parachevées.

Chers porteurs et porteuses de parts,

Le Fonds alternatif d'arbitrage Pender a tiré parti d'un gain de 0,7 %¹ en juillet 2024. L'indice de référence du Fonds, le HFRI ED (indice d'arbitrage sur fusion en USD), a rapporté 2,5 % pendant cette même période.

Mise à jour sur le marché des F&A

À la fin juillet 2024 et à l'échelle mondiale, les F&A s'étaient redressées de 14 % par rapport à l'année dernière et elles totalisaient 1,8 billion \$.² Les négociations ont continué d'aller bon train pendant le troisième trimestre alors que la Fed a fait savoir qu'elle allait réduire les taux d'intérêt cet automne, comme l'ont déjà fait d'autres banques centrales mondiales. On s'attend à ce que des taux moins élevés et un marché favorable au financement des ententes augmentent le nombre de rachats d'entreprises publiques par des sociétés de capital-investissement cherchant à déployer les billions qui dorment dans leurs coffres. Bien que nous ayons vu un bon nombre d'ententes diverses et stratégiques au courant de l'année, les transactions mettant en jeu du capital-investissement ne nous semblent pas avoir retrouvé leur vigueur de 2021-2022. Néanmoins, elles ont été nettement plus nombreuses cette année, tout comme les achats par emprunt. Selon les grandes sociétés de capital-investissement des États-Unis, dont le groupe Carlyle Inc. et KKR & Co Inc., il y a lieu de croire que l'activité de F&A reprendra dans le dernier semestre de 2024. Les sociétés de capital-investissement ont constitué plus de 50 % des acheteurs d'entreprises publiques en 2022, et ce chiffre pourrait augmenter au cours des trimestres et des années à venir.

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 Deal Intelligence I au 8 août 2024

Le PDG et fondateur de Nuvei Corp. (TSX : NVEI), une entreprise technologique canadienne qui a entériné une offre d'achat de 6,3 milliards \$ ce printemps, a récemment accordé un entretien au [Globe and Mail](#), pendant lequel il est revenu sur ce qui a motivé sa décision de privatiser la société. Il a mentionné plusieurs facteurs, dont nous avons déjà parlés, et parmi lesquels : la complexité, les distractions et les coûts inhérents au fait d'être une entreprise publique; l'importance accordée au court terme qui joue sur l'engagement et le moral des employés quand c'est lié au prix des parts; les défis qu'il y a à gérer une entreprise publique en fonction des attentes; et l'escompte marqué entre les valeurs actuelles sur le marché public et le marché privé. Il s'agit là de facteurs courants qui se répercutent actuellement sur de nombreuses entreprises technologiques canadiennes. Des 20 entreprises technologiques canadiennes qui ont fait leur entrée sur le TSX en 2020 et en 2021, neuf sont par la suite devenues privées, car le prix de leurs parts stagnait.³ La patience des investisseurs s'use au fil du temps quand les entreprises en leur possession continuent de sous-performer et de se négocier très en dessous de leur valeur intrinsèque. Les attentes du vendeur finissent par s'amenuiser, ou celles des acheteurs remontent, jusqu'à atteindre un point où une entente devient possible. Les porteurs de parts qui font montre d'activisme peuvent accélérer les choses en obligeant la direction et le conseil à s'engager dans un processus de vente. Comme les valeurs des petites entreprises sont encore largement moins élevées que celles des grandes entreprises, on verra sans doute beaucoup plus de petites, et de moins petites, sociétés technologiques faire une incursion du côté de la privatisation pendant les trimestres à venir.

Mise à jour sur le marché des SAVS

Les SAVS semblent être de retour en force si l'on se fie aux milliards de dollars amassés au cours des derniers mois et aux dépôts suggérant que quelques milliards supplémentaires pourraient l'être au cours des prochains mois. Cette vague d'émissions de SAVS est largement créée par des promoteurs infatigables de SAVS reconnus pour trouver, cibler et parachever des accords commerciaux ou des de-SAVS. Bien que la performance à long terme des de-SAVS ait été épouvantable et que celle des plus récentes de-SAVS ait été mitigée, la demande pour de nouvelles SAVS ne semble pas se tarir quand le bilan du promoteur est décent et que la SAVS offre des conditions financières intéressantes aux investisseurs. Étant donné que le marché traditionnel des PAPE reste fermé à plusieurs entreprises privées cherchant à devenir publiques, les fusions avec une SAVS constituent une voie alternative, notamment pour les jeunes entreprises fortement en besoin de capitaux. Ce retour des SAVS ne ressemble guère à la bulle de 2020-2021, mais plutôt à la situation prépandémique. En effet, la taille du secteur des SAVS a dramatiquement rétréci au cours des dernières années; un retour du pendule était donc à prévoir afin de retrouver un certain équilibre.

Il y a eu en juillet une hausse visible des nouvelles émissions de SAVS, dont quatre qui ont amassé un capital de 0,5 milliard \$. De plus, huit ententes de SAVS ont été conclues et deux

³ <https://www.theglobeandmail.com/business/article-nuvei-ceo-phil-fayer-on-the-perils-of-running-a-public-tech-companyand/?login=true>

ont été liquidées pendant le mois⁴. À la fin de juin, il y avait sur le marché 209 SAVS actives avec des actifs supérieurs à 12,7 milliards \$, et 99 d'entre elles cherchaient une cible. Puisque le PAPE de plusieurs SAVS bénéficiait de promoteurs de grande qualité et de conditions intéressantes, le Fonds a participé à trois d'entre eux durant le mois. Il s'agit là d'un changement appréciable dans notre stratégie en matière de SAVS car, depuis le début, le Fonds s'intéresse surtout aux liquidations et aux rachats. Ce tournant atteste de l'amélioration du climat quant à l'arbitrage sur SAVS grâce aux nouvelles émissions. Les bons de souscription et les promoteurs surfinancent le compte en fiducie avec leur propre capital, fournissant ainsi aux investisseurs un rendement attrayant sans grand risque.

Parce qu'il y a plus de SAVS qui arrivent à échéance durant l'été, il y a plus de rachats et de liquidations. Par conséquent, les rendements de l'arbitrage sur SAVS s'élargissent. 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 8,27 %.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 avantages fiscaux plus intéressants puisque ces rendements sont essentiellement considérés comme des gains en capital.

« Parce qu'il y a beaucoup d'activité de F&A du côté de petites entreprises, il s'agit d'une période faste pour le Fonds. Nous avons déployé du capital dans des dizaines d'accords de fusion de grande qualité porteurs de rendements potentiellement intéressants. »

Mise à jour sur le portefeuille

Juillet a été un autre mois positif pour le Fonds; plusieurs ententes touchant des actifs parmi les plus considérables ont obtenu leurs approbations finales et ont été menées à bien pendant le mois, nous permettant de récolter et de redéployer du capital. Parmi les principales ententes qui ont été achevées pendant le mois : Apartment Income REIT, Vericity Inc, National Western Life Insurance Co, Everbridge Inc et Argonaut Gold Inc. La performance du Fonds a aussi bénéficié de la remontée des marchés boursiers et d'un contexte favorable aux ententes, de l'effervescence de l'activité en matière d'ententes et de la surperformance des titres à petite capitalisation, lesquels ont entraîné le resserrement des rendements de la plupart des ententes détenues au sein du Fonds. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place 19 positions dans de nouvelles ententes, et 14 des ententes détenues par le Fonds ont été menées à bien. Parce qu'il y a beaucoup d'activité de F&A du côté de petites entreprises, il s'agit d'une période faste pour le Fonds. Nous avons déployé du capital dans des dizaines d'accords de fusion de grande qualité, tant stratégiques que financiers, porteurs de rendements potentiellement intéressants. Le Fonds maintient le cap sur l'arbitrage sur fusion mettant en jeu des petites et moyennes entreprises d'excellente

⁴ <https://www.spacresearch.com/>

⁵ <https://www.spacinsider.com/>

qualité et de courte durée, dont on peut attendre des rendements attrayants. Nous avons aussi accru l'exposition aux SAVS du FAAP de plus de 20 % en tirant avantage du grand nombre de liquidations et de rachats durant les mois d'été tout en participant dans quelques PAPE de SAVS dont les conditions d'arbitrage étaient favorables. Nous prévoyons de réduire notre exposition aux SAVS d'ici quelques mois pour redéployer ce capital dans de nouveaux accords d'arbitrage sur fusion.

Le marché canadien des F&A a été très actif ces derniers mois et de multiples accords ont été annoncés cette année dans notre sphère privilégiée d'activité que sont les petites et les moyennes entreprises. Après l'année dernière, où l'activité a été la plus faible en 23 ans, ce rebond traduit l'amélioration de l'économie, la confiance des investisseurs et un plus grand appétit pour le risque. Dans nombre de secteurs, comme la technologie, l'industrie et les ressources, le Canada dispose de plusieurs entreprises de grande qualité qui se négocient nettement en dessous de leurs pendants américains. La baisse des taux d'intérêt, l'amélioration des perspectives macroéconomiques et les conditions de financement favorables nous portent à croire que ces sociétés sont autant de cibles attirantes pour les acheteurs, tant stratégiques que financiers. Le Fonds s'intéresse principalement aux ententes de fusion touchant les petites et les moyennes entreprises pour lesquelles nous pouvons faire converger nos recherches, nos relations, notre expertise et nos renseignements de manière à accroître la valeur de ces accords qui sont trop souvent sous-évalués. En juillet, plusieurs actifs, actuels ou antérieurs, de Pender ont fait l'annonce d'offres d'acquisition finales, dont Hamilton Thorne Ltd. (TSX : HTL), Heroux-Devtek Inc. (TSX : HRX), Stelco Holdings Inc. (TSX : STLC) et Sleep Country Canada Holdings Inc. (TSX : ZZZ). Nous continuons d'observer que les ententes de fusion mettant en jeu les petites et moyennes entreprises canadiennes sont en plein essor cette année, soutenues par l'amélioration de la situation macroéconomique et du sentiment à l'endroit de ces accords. À la fin de mai 2024, le Fonds dénombrait 37 placements dans l'arène des petites entreprises assorties d'une capitalisation de moins de 2 milliards \$, dont 28 affichaient une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard \$.

Perspectives

Il y a eu en juillet un roulement marqué des grandes entreprises vers les petites entreprises, ce qui a eu pour effet de faire monter le Russell 200 de 10,2 % et déclinier le NASDAQ de 0,7 %. Les marchés ont poursuivi sur leur élan avec le S&P 500 et le S&P/TSX en hausse respectivement de 1,3 % et 5,6 %, ce qui a porté leur rendement depuis le début de l'année à 15,8 % et 10,3 %. Comme l'inflation, l'emploi et diverses données sur l'économie semblent annoncer un certain ralentissement économique, le marché se demande désormais s'il y aura des réductions de taux cette année et, au cas où il n'y en aurait pas assez ou assez tôt, si cela n'entraînera pas un atterrissage tumultueux. En plus de cette incertitude économique, 2024 sera aussi une année d'incertitude politique puisque près de 100 pays tiendront des élections cette année, et qu'environ la moitié de la population en droit de voter ira aux urnes.⁶ Les élections de la plupart de ces pays, dont font partie les États-Unis, n'ont

⁶ <https://www.lseg.com/en/insights/data-analytics/deal-makers-hold-their-nerve-as-h2-takes-off>

pas encore eu lieu, ce qui ajoute à l'incertitude dans un climat où l'investissement est déjà exposé à une extrême volatilité et à un stress géopolitique. Comme il est de plus en plus probable que nous allons entrer dans un cycle de réductions de taux à l'échelle mondiale, il se pourrait que la demande jusque là contenue pour des F&A se manifeste dès que ces réductions se concrétiseront.

Après une période éprouvante pour les F&A où pendant deux années consécutives la valeur totale des accords n'a cessé de décliner, l'activité fait montre en 2024 d'une vigueur nouvelle soutenue par le contexte macroéconomique encourageant. Parce que les taux d'intérêt, les valeurs et les conditions économiques sont autant de facteurs propulsant l'activité de fusion vers l'avant, nous nous attendons à ce que le volume reste élevé, surtout pour les petites et moyennes entreprises. Plusieurs actifs au sein de nos fonds d'actions sont en bonne posture dans cet environnement caractérisé par certains facteurs, comme des prix avantageux, plusieurs catalyseurs identifiables et l'activisme des porteurs de parts, qui en font des cibles invitantes. Cette reprise du côté des petites entreprises, qui a commencé cet été, a encore amplement le temps de se développer et plusieurs acheteurs pourront signer une entente avant la révision des valeurs. Ce flot d'accords de grande qualité et ces écarts larges créent le meilleur des climats pour notre stratégie d'arbitrage sur fusion. Nous sommes convaincus qu'en de telles circonstances, l'arbitrage sur fusion, avec sa disposition pour des rendements absolus et non corrélés, est un ajout précieux à tout portefeuille.

Amar Pandya, CFA

21 août 2024

