

Commentaire du gestionnaire

Amar Pandya, CFA

Chers porteurs et porteuses de parts,

En octobre 2025, le Fonds alternatif d'arbitrage Pender et le Fonds alternatif d'arbitrage plus Pender ont dégagé un gain de 1,0 % et de 0,8 % respectivement¹. Pendant ce temps, l'indice HFRI ED : Merger Arbitrage (USD) a rapporté 0,1 %².

Mise à jour sur le portefeuille

L'activité de F&A ayant été florissante en octobre, le Fonds a pris des positions dans 18 nouvelles propositions de fusion et 16 des ententes qu'il détenait ont été menées à bien. Les petites et les moyennes entreprises ont continué de dominer cet afflux d'accords. Cela traduit à la fois l'accélération de l'activité de F&A et la dynamique favorable en matière de risque-rendement inhérente aux transactions de courte durée, moins exposées aux contraintes réglementaires. À la fin d'octobre 2025, le Fonds dénombrait 45 placements dans des ententes de moins de 2 milliards \$, 21 d'entre elles affichant une valeur inférieure à 1 milliard \$. Parmi les gagnants du mois, il faut mentionner **MEG Energy (TSX : MEG)**. Cet actif du Fonds a fait l'objet d'une guerre d'enchères qui a poussé l'acquéreur stratégique, **Cenovus Energy (TSX : CVE)**, à répliquer avec une offre de 29,50 \$ qu'il a ensuite bonifiée à 30,00 \$. Une guerre d'enchères, surtout dans le secteur énergétique canadien où les efforts de consolidation se sont nettement intensifiés, est un signe encourageant quant à l'avenir des F&A potentielles. Cela renforce une tendance généralisée dans notre univers des petites entreprises. En ce sens, les valorisations réduites, l'amélioration des conditions de financement, les impératifs stratégiques en matière d'expansion sont autant de facteurs créant un terreau fertile pour la surenchère, et celle-ci augmente la probabilité que certains de nos actifs produisent de meilleurs rendements. L'activité de SAVS a également été profitable. Le Fonds a tiré parti de sa position dans **Crane Harbor Acquisition Corp. (NASDAQ : CHAC)**. L'entreprise a fait part de sa fusion avec Xanadu Quantum Technologies Inc., un acteur émergent dans l'architecture des ordinateurs quantiques de prochaine génération. Le marché a bien accueilli la transaction, et tant les parts que les actions de Crane Harbor ont été fermement négociées après cette annonce. Du fait de cette robuste activité, des nombreux catalyseurs idiosyncrasiques positifs et des bonnes conditions sur le front tant des fusions que des SAVS, le Fonds détient désormais un portefeuille diversifié et pleinement engagé dans des accords actifs. L'ampleur et la portée des occasions actuelles confirment notre vision positive pour cette fin d'année. Cette perspective s'appuie également sur la confiance démontrée par les acquéreurs au moyen d'activité stratégique et de surenchères susceptibles de récompenser la discipline des investisseurs en arbitrage.

Mise à jour sur le marché des F&A

Fortes de leur récent rebond, les activités mondiales de F&A entament le dernier trimestre de l'année en ayant totalisé 3,5 billions \$ au cours des 10 premiers mois de 2025, ce qui représente

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/liquid-alternative-funds/>.

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

une hausse de 38 % par rapport à pareille date l'an passé. La technologie arrive toujours en tête sur le plan de la valeur, car les acheteurs sont attirés par l'IA, l'envergure et les infrastructures liées au nuage informatique. Les services financiers, l'énergie, l'électricité et les soins de la santé ne sont pas en reste. En effet, les entreprises et les promoteurs repositionnent leurs portefeuilles en vue des nouveaux taux d'intérêt, des fluctuations tarifaires et de la transition énergétique. L'activité de F&A continue de prendre de l'ampleur dans nombre d'industries. Du côté des actifs immobiliers, Rayonier Inc. (NYSE : RYN) et PotlatchDeltic Corporation (NASDAQ : PCH) ont conclu un accord de fusion entièrement sous forme d'actions de 8,2 milliards \$. Cette entente donnera naissance à l'une des plus grandes plateformes nord-américaines cotées en bourse de terres forestières et de produits du bois combinant environ 4,2 millions d'acres à une production verticalement intégrée. Les promoteurs du capital-investissement et les acheteurs en soins de santé stratégiques ont également été très actifs à la fin d'octobre. Un consortium dirigé par Blackstone et TPG s'est porté acquéreur de Hologic Inc. (NASDAQ : HOLX), une entreprise de technologie médicale destinée aux femmes, par un achat à effet de levier de 18,3 milliards \$. Il s'agit de la plus importante privatisation de l'année dans le secteur des soins de santé et un signe manifeste de l'appétit des investisseurs pour des actifs de grande qualité capable de générer des liquidités.

La nouvelle réglementation des États-Unis instaurée par l'administration actuelle a considérablement accéléré la consolidation des banques régionales de taille moyenne. Les régulateurs de l'ère Trump se sont empressés d'autoriser les fusions entre banques. À cet effet, le délai d'approbation tourne autour de quatre mois — le plus rapide en plus de 30 ans —, alors qu'il frôlait les sept mois antérieurement³. En éliminant l'un des grands obstacles à la fusion des banques régionales, ce processus, plus rapide et plus prévisible, a entraîné une vague de combinaisons stratégiques et de transactions visant une expansion. Pour les investisseurs en arbitrage sur fusion, une réduction de la durée se traduit directement par des rendements annualisés supérieurs étant donné que le capital est recyclé plus vite au sein du portefeuille. De plus, les effets nocifs de la réglementation ayant été levés, le risque idiosyncrasique est moindre et les écarts ayant trait aux ententes sont plus serrés. La combinaison du nombre inégalé, ou presque inégalé, de mégafusions, de la prépondérance mondiale du marché nord-américain, de la réglementation plus prévisible et plus accommodante, notamment pour les transactions intérieures, continuera d'offrir aux investisseurs en arbitrage sur fusion des occasions plus nombreuses et plus diversifiées. Bien que les principaux volumes penchent surtout en faveur des grandes transactions, le bassin sous-jacent d'ententes à petite et moyenne capitalisation demeure actif. De plus, il est, à notre avis, moins encombré et offre des écarts ajustés au risque plus attrayants que les transactions très imposantes et hautement syndiquées qui occupent le devant de la scène.

Mise à jour sur le marché des SAVS

En octobre, les SAVS ont été à l'origine de 14 PAPE, qui ont recueilli 2,3 milliards \$. Cinq ententes ont été conclues⁴. À la fin d'octobre, il y avait sur le marché 261 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 33,9 milliards \$, et 163 d'entre elles cherchaient une cible. Au même moment, les SAVS en quête de cible se négociaient sous leur valeur fiduciaire, ce qui a dégagé un taux de

³ [*Financial Times*, 2 novembre 2025](#)

⁴ Recherche sur les SAVS

rendement à l'échéance de 3,68 %⁵. L'afflux constant de nouveaux PAPE, couplé à la liquidation d'anciennes SAVS arrivant à leur échéance, continue de détourner le lot d'occasions vers un ensemble plus jeune et plus dynamique de SAVS. De ce fait, les méthodes habituelles utilisées pour calculer le rendement à l'échéance s'avèrent moins pertinentes. De nos jours, la véritable valeur d'une SAVS tient plutôt de l'optionalité intégrée aux actions ordinaires, aux bons de souscription et aux droits que comporte généralement une SAVS. Parce que l'argent détenu en fiducie constitue une bonne assise, les SAVS procurent un mélange intéressant de protection contre les baisses et de gains asymétriques. Nous sommes convaincus que cet équilibre entre la préservation du capital et l'optionalité rend cette stratégie structurellement intéressante dans le climat actuel.

Perspectives

Plusieurs facteurs ont ajouté à la complexité d'un marché déjà perturbé : d'abord, la grande volatilité induite par la fermeture du gouvernement des États-Unis; ensuite, le questionnement portant sur une éventuelle réduction en décembre des taux d'intérêt par la Réserve fédérale des États-Unis; enfin, la situation géopolitique de plus en plus fragile. En dépit de ces courants opposés, le marché des F&A a tenu bon. Les négociateurs continuent d'aller de l'avant, soutenus par le bilan solide des entreprises, l'accès abondant au financement et une réglementation constructive pour les acheteurs tant stratégiques que financiers. Le fait que l'on annonce régulièrement de nouvelles ententes et que l'activité touchant aux fusions de PME est vigoureuse nous porte à croire que les données fondamentales sous-jacentes au cycle des F&A sont toujours intactes. Ces conditions composent toujours une toile de fond positive pour l'arbitrage sur fusion et pour l'arbitrage sur SAVS. Comme la stratégie est par définition axée sur les événements et repose sur les jalons propres à l'accord et non sur les tendances du marché, les rendements sont isolés de l'incertitude macroéconomique. Les positions en matière d'arbitrage sont habituellement de courte durée. Pour cette raison, le capital peut être fréquemment recyclé, donc moins susceptible de plonger avec le marché. De plus, cela nous permet de tirer avantage des écarts qui s'élargissent en périodes de stress. De même, l'arbitrage sur SAVS propose un mélange intéressant de protection du capital et d'optionalité.

Alors que les catégories d'actifs traditionnelles sont de plus en plus corrélées et que les valeurs dans plusieurs segments du marché restent élevées, les stratégies d'arbitrage demeurent des sources différenciées de rendements non corrélés et absolus. L'arbitrage sur fusion et sur SAVS apporte une solution satisfaisante aux investisseurs désirant se composer un portefeuille diversifié, fortement axé sur la préservation du capital, la maîtrise du risque et la constance. Nous allons continuer de tirer profit des nombreuses occasions qui s'offriront d'ici la fin de 2025 et pendant 2026, nourries par un profond bassin d'ententes exploitables et par un marché qui penche en faveur d'investissements disciplinés, axés sur les événements.

Amar Pandya, CFA
20 novembre 2025

⁵ <https://www.spacinsider.com/>