

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 de -0,5 % et de -0,6 % respectivement¹ en novembre 2025. Pendant ce temps, l'indice HFRI ED: Merger Arbitrage (couvert en USD) a rapporté 0,3 %².

Mise à jour sur le portefeuille

Novembre a été pour le Fonds un autre mois actif pendant lequel le marché des F&A a poursuivi sur son élan et de nombreuses ententes ont été conclues. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place 12 positions dans de nouvelles ententes de fusion, et 25 de celles qu'il détenait ont été menées à bien, ce qui lui a permis de redistribuer efficacement le capital dans de nouveaux investissements. Au sein du Fonds, le flux d'ententes a continué de pencher fortement vers les transactions à petites capitalisations, conformément à notre approche privilégiant les accords de courte durée, moins complexes sur le plan réglementaire et offrant des rendements ajustés au risque plus attrayants. À la fin de novembre 2025, le Fonds dénombrait 42 placements dans des ententes de moins de 2 milliards \$, 29 d'entre elles affichant une valeur inférieure à 1 milliard \$, ce qui met en évidence l'ampleur des occasions composant notre univers de prédilection. L'écart de valeur entre les petites et les moyennes entreprises perdure. Cela crée une configuration favorable à l'activité de F&A, d'autant que les petites entreprises se négocient à un escompte appréciable en dépit de la stabilité de leurs fondamentaux et de leur importance stratégique grandissante pour les acquéreurs. Le fait que nous mettions l'accent sur les ententes de fusion à petites capitalisations a, croyons-nous, plusieurs avantages dont une durée plus courte et un risque réglementaire moindre. Il est par ailleurs plus probable que leur valeur ait été faussement évaluée en raison d'une couverture limitée de la part du vendeur, d'une liquidité réduite et d'une participation moindre à l'arbitrage. En cette fin d'année, le Fonds, parce qu'il jouit d'un flot d'ententes historiquement élevé, de nombreuses occasions de redistribuer le capital et d'un portefeuille diversifié en transactions actives, demeure bien placé pour tirer profit de la robustesse de l'arbitrage tant sur fusion que sur SAVS.

Mise à jour sur le marché des F&A

Fortes de leur récent rebond, les activités mondiales de F&A ont entamé le dernier trimestre de l'année en ayant totalisé 4 billions \$ au cours des 11 premiers mois de 2025, ce qui représente une hausse de 42 % par rapport à pareille date l'an passé.³ Depuis le début de l'année, la vigueur de l'activité place 2025 au deuxième rang des meilleures années jamais enregistrées touchant à la valeur totale des F&A annoncées à l'échelle mondiale, vigueur largement imputable à l'intense résurgence des transactions dans l'arène des méga-capitalisations. Les accords supérieurs à 10 milliards \$ ont caractérisé le cycle actuel. En effet, 63 méga-fusions ont été rendues publiques à

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)

³ LSEG: Deal Intelligence – M&A Monthly Snapshot

la fin de novembre, un sommet de tous les temps. Ces transactions réunissent plus de 1,25 billions \$ et constituent près du tiers de toute l'activité de F&A mondiale déployée depuis le début de l'année, preuve que les grands acquéreurs et les promoteurs stratégiques recherchent des alliances transformationnelles. Le secteur technologique l'emporte toujours haut la main, tant en nombre qu'en valeur d'ententes, avec ses 772 milliards \$ accumulés au cours des 11 premiers mois de l'année qui représentent environ 19 % de toute l'activité de F&A mondiale. Les secteurs industriels et financiers occupent les deux places suivantes, traduisant la recherche continue de consolidation pour des raisons d'échelle, d'efficacité et de repositionnement des bilans d'entreprises relevant de secteurs sensibles à la situation économique.

Le climat économique et politique général continue d'étayer l'activité de F&A. Bien que la croissance se soit ralentie dans certaines zones de l'économie mondiale, les conditions restent propices aux transactions. En effet, le bilan des entreprises est solide, le marché du financement ouvert, et l'évolution des taux d'intérêt prévisible, autant de facteurs susceptibles de rassurer les acquéreurs. De plus, la réglementation est sans doute la plus favorable aux transactions depuis des décennies. Elle va jusqu'à permettre à des accords très importants et complexes d'aller de l'avant, et ce, même dans des industries fortement consolidées qui auraient antérieurement subi un examen approfondi. Ce revirement de situation a encouragé les acheteurs stratégiques et les promoteurs financiers à s'engager dans des transactions à des fins d'expansion ou de transformation. Plus important encore, le décalage de valeur persistant entre les grandes et les petites entreprises crée un terrain fertile pour la consolidation, d'autant que les petites sociétés se négocient à un escompte appréciable en dépit de leurs solides fondamentaux et de leurs profils d'exploitation intérieure. Si l'on ajoute à cela les pressions incessantes subies par les équipes de direction pour déployer le capital excédentaire, réaliser la synergie des coûts et accroître leur positionnement concurrentiel, nous sommes convaincus que le cycle actuel de F&A bénéficie d'un vent arrière pérenne et qu'il demeure bien placé pour soutenir l'activité qui sera la sienne dans les trimestres à venir.

Mise à jour sur le marché des SAVS

En novembre, les SAVS ont été à l'origine de 10 PAPE, qui ont recueilli 1,8 milliard \$. Aucune SAVS n'a été parachevée ou liquidée pendant le mois⁴. À la fin de novembre, il y avait sur le marché 271 SAVS actives dont la valeur totale s'élevait à 35,8 milliards \$, et 165 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 rendement à l'échéance de 3,83 %⁵. La vague actuelle de PAPE de SAVS, ajoutée à la liquidation continue de SAVS échues, a redirigé le marché vers une nouvelle cohorte d'émissions. Par conséquent, les paramètres quant aux rendements à l'échéance sont devenus des instruments de mesure moins déterminants sur le plan des rendements futurs. De nos jours, la véritable valeur d'une SAVS tient plutôt de l'optionnalité inhérente intégrée aux actions ordinaires, aux bons de souscription et aux droits que comporte généralement une SAVS. Parce que l'argent détenu dans la fiducie les rend moins sujettes aux baisses, les SAVS continuent d'offrir un équilibre entre protection et croissance, ce qui en fait un investissement structurel convaincant dans le climat actuel.

⁴ Recherche sur les SAVS

⁵ <https://www.spacinsider.com/>

Perspectives

Le climat qui prévaut actuellement sur le marché reste constructif pour l'activité de F&A et soutient les stratégies d'investissement non corrélées, axées sur les événements, alors que les principaux marchés doivent composer avec une situation macroéconomique de plus en plus complexe. Bien que l'inflation et les taux d'intérêt à court terme aient reculé, l'évolution de ceux-ci continue de soulever de l'incertitude, notamment en ce qui trait aux rendements situés à l'extrémité la plus éloignée de la courbe. En effet, les taux à long terme restent sensibles à la dynamique fiscale, aux déséquilibres entre l'offre et la demande et aux prévisions changeantes en matière de croissance et d'inflation, ce qui crée des épisodes de volatilité sur les marchés des actions et des titres à revenu fixe. En dépit des circonstances, les F&A ont tenu bon, soutenues par le bilan solide des entreprises, l'accès au financement et la réglementation de plus en plus accommodante envers les acheteurs tant stratégiques que financiers.

Les valeurs en cours sur le marché boursier continuent de retenir l'attention, en raison surtout de la forte concentration des rendements au sein d'un groupe restreint composé de méga-entreprises technologiques et de titres reliés à l'IA. La prédominance des « sept magnifiques » a fait monter les indices tout en masquant les rendements plus mitigés du grand marché, rendant ainsi les valeurs vulnérables aux changements d'humeur, aux prévisions en matière de rendements ou aux imprévus politiques. Le risque que pose cette concentration rend encore plus attirantes les stratégies alternatives qui dépendent moins de la vigueur de la bourse que de l'aboutissement idiosyncratique des accords. Contrairement à ce qui se passe sur les marchés publics, l'écart de valeur entre les grandes capitalisations et les petites et moyennes capitalisations continue, selon nous, d'être propice aux consolidations et à la création d'un riche bassin de F&A, tout en produisant des écarts intéressants sur le plan de l'arbitrage sur fusion.

Nous ne pouvons que constater que la situation demeure avantageuse pour l'arbitrage sur fusion et sur SAVS. La régularité avec laquelle les accords sont annoncés, la prévisibilité réglementaire et les délais d'approbations raccourcis jouent en faveur du resserrement des écarts et de la redistribution accélérée du capital vers les fusions. Par ailleurs, le nouvel essor du marché des SAVS multiplie les possibilités en matière d'arbitrage sur SAVS, dont le mélange d'optionnalité et de protection contre les baisses est d'autant plus intéressant que les catégories d'actifs traditionnels font actuellement face à une incertitude plus intense. À l'heure où l'interdépendance entre les actions et les titres à rendement élevé demeure considérable et où le marché devient de plus en plus concentré, les stratégies d'arbitrage constituent une source désirable de rendements absolus non corrélés. Nous allons continuer de tirer profit des nombreuses occasions qui s'offriront à nous 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 et dont les risques sont soigneusement soupesés.

Amar Pandya, CFA
22 décembre 2025.