

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 ont l'un comme l'autre dégagé un gain de 0,3 %¹ en janvier 2026. Pendant ce temps, l'indice HFRI ED : Merger Arbitrage (USD) a rapporté 0,1 %².

Mise à jour sur le marché des F&A

À l'échelle mondiale, les F&A ont commencé l'année tambour battant avec l'annonce en janvier d'ententes totalisant plus de 310 milliards \$. L'activité ressemble à celle de 2025, la valeur des accords venant d'importantes transactions stratégiques tandis que le volume global s'améliore. En 2025, les ententes avaient dépassé les 4,5 billions \$, ce qui en fait l'une des années parmi les plus fécondes. Cet essor est imputable à de meilleures conditions de financement, à un crédit abondant et à l'assouplissement des règlements. Depuis le début de l'année, les acheteurs stratégiques continuent de mener la danse, surtout là où l'investissement technologique dans les infrastructures de l'IA, les logiciels et la cybersécurité est un avantage concurrentiel déterminant et un gain d'efficacité. Les principales banques d'investissement de même que les consultants et les conseillers s'entendent pour dire que 2026 sera une année propice pour les transactions plus importantes et plus audacieuses. En effet, les équipes de direction sont de plus en plus réceptives aux transactions leur permettant de gagner de l'envergure et des capacités, étant donné que l'incertitude politique et financière s'atténue par rapport à ce qu'elle était il y a peu encore. Le capital-investissement est également en posture de contribuer davantage, car les promoteurs disposent d'une bonne réserve d'argent et tirent profit d'un marché du crédit extrêmement accessible.

Le climat réglementaire reste favorable à l'activité de F&A puisque les instances états-uniennes antitrust adoptent désormais une approche plus pragmatique et axée sur les processus. La loi antitrust s'applique toujours, surtout dans les secteurs très concentrés et politiquement sensibles, mais les échéances, les recours et l'issue des négociations étant plus prévisibles, les acquéreurs sont plus disposés à courir le risque. Les négociateurs structurent de plus en plus des transactions assorties, quand cela est approprié, de cessions proactives ou d'engagements effectifs, réduisant les issues binaires et augmentant la probabilité que l'entente soit conclue. Le fait que la collaboration ait remplacé l'opposition systématique a fortement réduit les principaux risques qui guettaient les transactions imposantes et complexes. Par conséquent, les conseils d'administration sont plus confiants et le bassin de combinaisons stratégiques s'est élargi.

À plus long terme, nous croyons que le contexte demeure constructif pour les F&A : le bilan des entreprises est sain, les promoteurs ont beaucoup d'argent et l'urgence stratégique est plus pressante. En effet, les sociétés doivent composer avec les bouleversements technologiques,

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 des Fonds sont présentées ici : <https://penderfund.com/fr/fund/pender-alternative-arbitrage-fund/> et ici <https://penderfund.com/fr/fund/pender-alternative-arbitrage-plus-fund/>

² L'indice de référence des deux Fonds est le HFRI ED : Merger Arbitrage (USD)

les événements géopolitiques, les chaînes d'approvisionnement changeantes et la pression des porteurs de parts qui exigent l'optimisation du portefeuille.

Mise à jour sur le marché des SAVS

L'émission de nouvelles SAVS ne semble pas s'essouffler après le rebond de janvier pendant lequel 24 SAVS ont lancé des PAPE qui ont récolté plus de 5,6 milliards \$ de fonds entiercés. Une seule SAVS a été conclue au cours du mois et aucune n'a été liquidée. À la fin de janvier, ce secteur comportait 310 SAVS totalisant plus de 46 milliards \$ entiercés, dont 200 se cherchaient activement une cible. Nous analysons soigneusement la qualité des nouvelles émissions, notamment en ce qui a trait à la compétence du promoteur, à la structure, à la couverture des garanties et aux mécanismes de prolongation. Avec la multiplication des émissions, la dispersion des clauses s'est accentuée, ce qui nous rappelle l'importance d'être disciplinés et exigeants en matière de souscription et de sélection. Par ailleurs, un sous-ensemble croissant de SAVS datant de la fin de 2024 et du début de 2025 arrive à mi-parcours de la recherche d'une cible, créant en parallèle plusieurs occasions axées davantage sur la capture du rendement à mesure que la date d'échéance se précise.

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 3,71 %³. L'émission de SAVS est restée robuste en janvier, contribuant à l'essor renouvelé du secteur et à la reconstitution des sommes détenues en fiducie. Le lot d'occasions demeure différencié. D'une part, les nouvelles SAVS proposent des options intéressantes touchant aux actions ordinaires, aux bons de souscription et aux droits, surtout lorsqu'elles sont appuyées par des promoteurs expérimentés ayant accès à plusieurs ressources. D'autre part, une cohorte de SAVS vieillissantes, proches de leur échéance, offre la chance d'investir en vue du rendement produit par une liquidation de plus en plus rapprochée. Le capital étant à l'abri dans une fiducie, la structure des SAVS apporte, dans le contexte actuel, un équilibre non négligeable entre la protection contre les baisses et les rendements potentiels.

Mise à jour sur le portefeuille

Après un mois de décembre très actif, l'année a commencé plus doucement en janvier, bien que l'arbitrage sur fusion jouisse toujours d'un environnement constructif. Ce mois-ci, le Fonds a mis en place 10 positions dans de nouveaux projets de fusion, et 14 des ententes qu'il détenait ont été menées à bien, ce qui lui a permis de redistribuer efficacement le capital dans de nouveaux investissements. Le fait qu'il y ait eu plus de conclusions que de nouvelles positions montre combien le rythme des finalisations a été soutenu à la fin de 2025 et au début de 2026, étant donné que les transactions annoncées au second semestre de l'an passé progressaient vers les approbations finales. Le Fonds a continué de favoriser les transactions mettant en jeu des petites et moyennes entreprises, conformément à notre approche privilégiant les accords de courte durée, moins complexes sur le plan réglementaire et dont le profil de rendements ajustés au risque est plus attrayant. À la fin de décembre 2026, le Fonds dénombrait 46 placements dans des ententes de moins de 2 milliards \$, 35 d'entre elles affichant une valeur inférieure à 1 milliard \$, ce qui met en évidence l'ampleur des occasions composant notre univers de prédilection.

³ <https://www.spacinsider.com/>

Ce mois-ci, l'une de nos positions, **Soho House & Co Inc. (NYSE : SHCO)**, a souffert de volatilité lorsqu'on a appris le retrait de certains engagements financiers soutenant la transaction. Pendant que le marché se demandait si l'accord allait être complété, le titre a été liquidé. Nous avons entrepris de revoir dans ses moindres détails l'entente de fusion, sa structure financière et les mesures incitatives pour l'acheteur. Nous avons aussi conduit un nouvel audit sur la capacité de l'acheteur à faire face au déficit de financement. À la suite de notre analyse, nous avons conclu que les acheteurs possédaient tant les moyens financiers que la motivation stratégique pour combler le fossé, et que le cadre contractuel de l'entente renfermait de bons incitatifs pour les acquéreurs souhaitant réaliser la transaction. Pour ces raisons, nous avons décidé de maintenir notre position. La transaction a finalement été conclue dans le respect des clauses convenues, ce qui a permis au Fonds de tirer parti de l'écart. Cet exemple illustre l'importance de souscrire en fonction des fondamentaux et de procéder à une analyse disciplinée en période de volatilité anecdotique.

Perspectives

À l'aube de 2026, le contexte macroéconomique reste généralement avantageux pour les stratégies événementielles, quoique non dépourvu de courants contraires. Les taux directeurs se sont stabilisés après les réductions de 2025. Toutefois, les rendements à plus long terme restent sensibles à la dynamique budgétaire et aux prévisions en matière de croissance, ce qui provoque des épisodes de volatilité tant sur le marché des actions que sur celui des obligations. Simultanément, la performance du marché des actions continue, selon nous, de reposer sur une faible cohorte de quelques entreprises fortement capitalisées. De ce fait, les grands indices demeurent exposés aux sautes d'humeur du marché ou aux attentes sur le plan des gains. Dans ce contexte, l'activité de F&A a su résister, soutenue par le bilan solide des entreprises, l'accessibilité au capital-investissement et une réglementation plus facile à comprendre qu'au cours des dernières années. Pour l'arbitrage sur fusion, le flot régulier d'ententes et la dispersion macroéconomique créent une configuration intéressante pour des souscriptions triées sur le volet en fonction de chaque accord.

L'émission de SAVS a elle aussi commencé l'année du bon pied. La reprise enregistrée en 2025 s'est prolongée et le monde de l'investissement s'est agrandi. L'afflux grandissant d'instruments nouvellement émis offre une protection contre les baisses, mais aussi des options intégrées aux actions ordinaires, aux bons de souscription et aux droits. De plus, le nombre croissant de SAVS plus anciennes arrivant à échéance forme un ensemble d'occasions axées davantage sur le rendement à mesure que le délai menant à la liquidation se raccourcit. Avec l'augmentation des émissions, la qualité du promoteur et la discipline structurelle demeurent des critères de sélection essentiels. À l'heure où l'interdépendance entre les diverses catégories usuelles d'actifs demeure considérable et où le marché devient de plus en plus concentré, nous croyons que les stratégies d'arbitrage sur fusion et sur SAVS restent une source désirable de rendements absolus, de durées contrôlées et de préservation du capital.

Amar Pandya, CFA

23 février 2026